

# 中证鹏元资信评估股份有限公司

## 信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【518】号

### 江苏长海复合材料股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的江苏长海复合材料股份有限公司 2020 年向不特定对象发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年六月二十三日



江苏长海复合材料股份有限公司  
2020 年向不特定对象发行  
可转换公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。


本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。


本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

报告编号：  
中鹏信评【2020】第 Z  
【518】号 02  
分析师

姓名：  
刘玮 罗力  
刘玮  
电话：  
010-66216006

邮箱：  
liuw@cspengyuan.com

评级日期：  
2020 年 07 月 01 日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于中  
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 江苏长海复合材料股份有限公司 2020 年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 5.5 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：按年计息，每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一  
年利息，附债券赎回及回售条款

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江苏长海复合材料有限公司（证券代码 300196.SZ，以下简称“长海股份”或“公司”）本次拟向不特定对象发行总额不超过 5.5 亿元（含 5.5 亿元）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司产业链较为完善，产能持续扩大，核心产品玻纤及制品产销量持续提升，债务压力较小；中证鹏元也关注到，国际贸易政策和海外疫情蔓延对公司出口业务产生一定影响，在建拟建项目后续存在一定产能消化风险，以及应收款项对营运资金形成占用等风险因素。

### 正面：

- 公司产业链较为完善，为细分领域龙头。公司主要生产玻纤无纺制品且为湿法薄毡等细分领域龙头，并形成了较为完整的玻纤纱-玻纤制品-树脂-玻纤复合材料产业链，其中子公司常州天马集团有限公司（原建材二五三厂）（以下简称“天马集团”）生产的化工辅料是公司本部各类玻纤制品的重要原料，天马集团玻纤增强材料产品则使用了公司本部生产的短切毡、薄毡等玻纤制品。
- 公司玻纤及制品生产规模持续扩大，产销量持续增长，推动该业务收入持续提升。公司玻璃纤维及制品年生产能力由 2017 年的 13.3 万吨扩大到 2019 年的 20 万吨，得益于产能提升及市场扩张，2017-2019 年公司玻纤及制品产、销量年均复合增长率分别为 19.11%和 19.14%，推动同期玻纤及制品业务收入年均复合增长率 7.99%。
- 公司负债率低，债务压力较小。近年公司有息债务规模持续下降，2020 年 3 月末

余额为 1.08 亿元，资产负债率为 13.80%，2019 年 EBITDA 利息保障倍数为 77.23，有息债务/EBITDA 为 0.21，偿债能力指标表现较好。

### 关注：

- **国际贸易政策及海外疫情蔓延对公司出口业务产生一定的影响。**2019 年 5 月美国对包括玻纤产品在内的中国出口美国价值约 2,000 亿美元产品加征 25% 进口关税；欧盟对产自中国的玻璃纤维长丝、玻璃纤维织物等加征一定比例反倾销税。受政策影响，近年公司出口金额和比重持续下降，2019 年公司出口业务占营业收入的比重为 24.19%。此外，目前部分国家疫情持续蔓延，需关注疫情对公司海外业务的影响。
- **未来新增产能较多，面临一定的产能消化风险及资本支出压力。**本期债券募投项目建成后将在原有 20 万吨/年的玻璃纤维维纱基础上新增年产 10 万吨无碱玻璃纤维粗纱产能；此外公司根据销售情况拟建年产 5 条薄毡生产线，推动薄毡产能由 4.35 亿平方米增加至 10 亿平方米；并对原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改扩建至 10 万吨，使不饱和聚酯树脂年产能达到 17.5 万吨；上述项目涉及新增产能较多，合计计划总投资约 13.88 亿元，需关注后续消化情况和资本支出压力。
- **应收款项对公司资金形成一定占用。**随着公司业务扩大，2017-2019 年公司应收款项规模持续增长，2019 年末公司应收票据、应收账款及应收款项融资合计占资产总额的比重为 18.15%，对公司营运资金形成占用。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	321,836.35	318,567.56	313,632.01	310,396.99
归属于母公司所有者权益	272,867.63	267,855.63	247,413.88	240,809.16
有息债务	10,798.42	10,161.13	24,238.75	33,878.81
资产负债率	13.80%	14.25%	19.44%	20.98%
流动比率	3.92	3.83	2.66	2.71
速动比率	3.41	3.38	2.28	2.43
营业收入	39,576.46	220,970.68	219,794.17	202,719.07
营业利润	6,700.38	32,981.11	30,353.73	23,330.79
净利润	5,621.82	29,018.05	26,228.84	20,152.32
综合毛利率	29.87%	29.13%	25.76%	25.33%

总资产回报率	-	10.62%	10.05%	8.13%
EBITDA	-	48,686.85	45,082.02	36,955.83
EBITDA 利息保障倍数	-	77.23	46.74	27.78
经营活动现金流净额	3,695.07	37,911.98	19,451.23	37,771.24

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身为常州市长海玻纤制品有限公司，成立于2000年，初始注册资本为50万元人民币，出资情况为杨国文40万元、曾国良5万元、杨彩英5万元。公司于2002年、2005年、2006年、2008年等多次增资，2009年4月公司整体变更为股份公司，按2008年末经审计的账面净资产12,366.80万元人民币，以1:0.727755的比例转为股份公司9,000万普通股股份，每股面值1元，净资产超出股本总额部分计入资本公积。

2011年3月10日，公司向社会公开发行3,000万股人民币普通股，发行价格为18.58元/股，本次发行完成后，公司总股本变更为12,000万股，于2011年3月29日公司股票在深圳证券交易所创业板上市。

后经历资本公积转增股本、定向增发、回购公司股份并注销等事项，2020年3月末，公司总股本41,519.07万股，杨国文、杨鹏威父子合计持有公司51.46%股份，二人的一致行动人且为公司控股股东及实际控制人；其中杨鹏威先生持有的640万股已质押，占公司总股本的1.54%。

图1 公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司主营业务为玻纤制品及玻纤复合材料的研发、生产和销售，主要产品包括玻纤纱及玻纤制品短切毡、湿法薄毡、复合隔板、涂层毡等。截至2019年末公司合并范围内子公司共10家。

表1 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	业务性质	持股比例		注册资本
		直接	间接	
常州市新长海玻纤有限公司	制造业	75.00%	-	1,000.00
常州长海气体有限公司	制造业	100.00%	-	1,000.00
常州天马集团有限公司(原建材二五三厂)	制造业	100.00%	-	21,300.00
长海(香港)有限公司	商业	100.00%	-	1,000.00 万美元

江苏长海船艇科技有限公司	制造业	-	83.80%	1,000.00
常州海克莱化学有限公司	制造业	-	100.00%	6,398.82
常州华碧宝特种新材料有限公司	制造业	-	100.00%	996.00
常州南海船艇科技有限公司	制造业	-	66.90%	3,000.00
江苏欧迪可互联装饰工程有限公司	制造业	-	55.00%	1,000.00
常州天马复合材料检测技术有限公司	专业技术服务业	-	100.00%	300.00

注：江苏长海船艇科技有限公司已于 2020 年 5 月更名为常州常菱玻璃钢有限公司  
 资料来源：公司提供

## 二、本期债券概况

**债券名称：**江苏长海复合材料有限公司2020年向不特定对象发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过5.5亿元（含5.5亿元）；

**债券期限：**6年；

**债券利率：**本期债券票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平由公司股东大会授权董事会及董事会授权人士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；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；

**转股期限：**本期债券转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

**初始转股价格：**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及董事会授权人在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定，同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；

**转股价格的调整方式：**当公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况时，公司将按上述条件出现的先后顺序，依次对转股价格进行累积调整；

公司出现上述股份和/或股东权益变化时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）规定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需），当转股价格调整日为本期债券持有人转股申请日或之后、转换股票登记日之前，则该持有人



的转股申请按公司调整后的转股价格执行；

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本期债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本期债券持有人权益的原则调整转股价格，有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订；

**转股价格向下修正权限与修正幅度：**在本期债券存续期内，当公司股票在任意三十个连续交易日中至少十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施，股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避，修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日的均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

**债券赎回条款：**在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会及董事会授权人在本期债券发行前根据市场情况与保荐人（主承销商）协商确定；

在本期债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），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债；

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

此外，当本期债券为转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司董事会及董事会授权人有权决定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；

**债券回售条款：**若本期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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利，本期债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司；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，

本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；

在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票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债券面值加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派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期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，在调整日及之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按修正后的转股价格重新计算；

本期债券的最后两个计息年度，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本期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，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

本期债券的有条件回售条款由股东大会授权董事会及董事会授权人士与保荐机构及主承销商在发行前最终协商确定。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过5.5亿元（含），扣除发行费用后拟用于以下项目：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	实施主体	项目总投资	拟使用募集资金规模	占项目总投资比例
10万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线	长海股份	105,348.61	55,000.00	52.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 1、项目建设内容

该项目拟建设一条年产10万吨无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝生产线及配套制品深加工车间，项目建设地点为江苏省常州市武进区遥观镇塘桥工业园区内，拟利用现有存量土地，新建71,243.6平方米厂房，建设一座10万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑，购置纯氧燃烧系统及配套制品深加工设备等。本项目计划总投资105,348.61万元，拟使用募集资金5.5亿元，项目建设资金不足部分由公司自筹。

#### 2、项目审批情况

该项目已完成投资项目备案（备案证号：常经审备[2020]239号），环评批复正在办理中。项目建设用地位于江苏省常州市长虹东路308号，不涉及使用募集资金购置土地的情

形。

### 3、项目投资进度

该项目总投资105,348.61万元，其中固定资产投资101,748.61万元，铺底流动资金3,600万元，拟以募集资金投入金额为55,000万元，项目建设期12个月，其中1.5个月内完成项目的初步设计与审批工作，5.5个月内完成施工图设计，7.5个月内完成设备订货采购，8个月内完成土建施工，6个月完成设备安装调试，点火试生产1个月，截至2019年末公司前期投入资金合计165.00万元。

### 4、项目经济效益

根据《江苏长海复合材料股份有限公司关于向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性报告》（以下简称“《可行性报告》”），募投项目税后财务内部收益率为24.51%，税后投资回收期为4.93年。

## 四、运营环境

近年我国玻纤产业快速发展，产能持续增加，但2018年以来新增产能较快，部分玻纤纱品种价格下行

我国玻纤行业起步于20世纪50年代，发展历史相对较短但成长迅速，通过引进国外先进技术，我国玻璃纤维行业规模逐渐壮大，经过产能快速投放，目前已成为世界玻纤产能第一大国。2018年，由于热塑性复合材料生产工艺日趋成熟以及5G通讯市场加快布局等因素影响，玻纤行业新增产能近90万吨，玻纤总产量同比增长14.71%，2019年新建产能在经历产能爬坡后稳定增产，全年玻纤总产量同比进一步提升12.61%至527万吨。

图2 近年我国玻纤纱产量持续提升



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

根据中国玻璃纤维工业协会统计，近年电子纱、普通增强纱、热塑纱等部分玻纤纱品种产量增加明显，叠加下游建筑安装工程投资增速放缓和汽车产量大幅下滑，市场供需失衡，导致价格低位运行；风电纱、工业用纱等品种增长较少，市场供需及产品价格相对稳定。

玻纤制品适用范围日益扩大，长远看市场仍具有广阔空间，但需关注近期汽车等下游行业景气度不高对国内销量的影响以及国际贸易摩擦和海外疫情蔓延对出口的影响

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，以叶腊石、石英砂、石灰石等天然无机非金属矿石为原料，按一定配方经高温熔制、拉丝、络纱等数道工序加工而成，具有质轻、高强度、耐高温、耐腐蚀、隔热、吸音、电绝缘性能好等优点。其单丝的直径相当于一根头发丝的 1/20-1/5，每束纤维原丝都有数百根甚至数千根单丝组成。玻纤能够替代钢、铝、木材、水泥、PVC 等多种传统材料，广泛应用于交通运输、建筑与基础设施建设、电子电气、环保等产业。从我国玻纤下游市场分布来看，建筑材料、电子器件和交通三者占玻纤下游需求相对较高，比重分别约为34%、21%和16%。

表3 玻璃纤维及制品主要用途

应用领域	适用特点	具体应用
建筑材料	玻璃纤维复合材料具有强度高、重量轻、耐老化、阻燃性能好、隔音隔热等诸多特点，被广泛用于建筑行业	增强混凝土、复合材料墙体、保温纱窗与装饰、FRP 钢筋、卫浴、游泳池、顶棚、采光板、FRP 瓦、门窗
交通运输	玻纤产品在韧性、耐腐蚀性、耐磨性及耐高温性等方面，与传统材料相比具有明显的优势，且能满足运输工具对质轻高强的要求，因此在交通运输领域的应用越来越广	汽车车身、汽车座椅、汽车零部件及高铁车身/结构、船体结构、土工格栅
电子电器	玻璃纤维产品具有电绝缘性、防腐蚀性、隔热、重量轻等诸多特点，在电子电器行业颇受欢迎	印刷电路板、电器罩壳、电器开关盒、绝缘子、绝缘工具、家用电器外壳、电子配件

环保风电

玻璃纤维具有保温、绝热、增强效果好、重量轻等特点，其本身也是环保工程中的一种重要材料

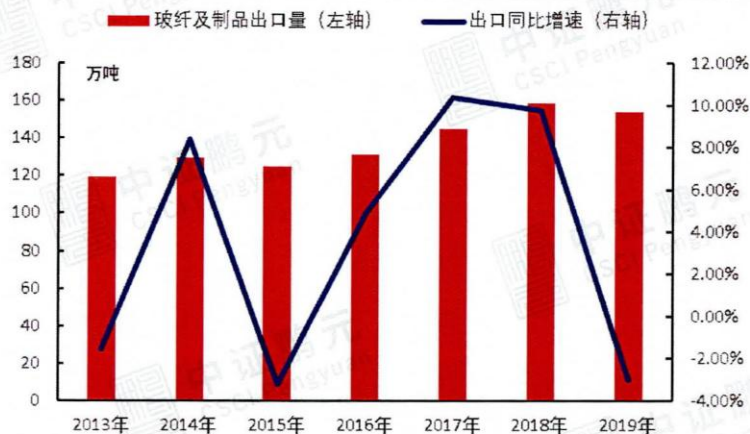
制造玻璃钢风电叶片和机组罩、空调排风扇、废气处理

资料来源：公开资料

相较于国外发达国家，我国玻纤制品发展时间较短，应用范围较窄。但随着城镇化进程加快，交通运输领域投资不断加大，高铁、城市轨道交通的建设将一定程度拉动玻纤行业需求。根据中国复合材料信息网，当前我国整车配件上复合材料应用比例仅占8%-12%左右，而国外应用比例达到20%-30%，未来随着国内汽车轻量化步伐的加快，车用玻纤复合材料需求仍有空间。同时近年我国在风电领域也加大投资力度，风机叶片需要使用玻纤制品，未来亦有广阔空间。此外，随着5G通讯的全面铺开，电气绝缘与电子通讯领域相关复合材料制品，纷纷迎来产品升级换代。但值得关注的是，2019年我国汽车产量同比下降7.5%，导致各类车用复合材料需求出现萎缩，随着我国社会汽车保有量日渐提升，如何优化存量，发挥玻纤材料在汽车轻量化方面的潜在优势，对全行业提出一定考验。

此外，根据行业协会数据，2019年全行业外贸出口比例为29.2%，玻璃纤维及制品出口153.9万吨，同比减少3.83%。近年国际贸易摩擦不断，目前印度对原产自中国的玻璃纤维产品征收反倾销税率为24.59%，到期日为2021年7月6日；2019年5月美国对包括玻纤产品在内的中国出口美国价值约2,000亿美元产品加征25%进口关税；2020年4月欧盟宣布对产自中国的玻璃纤维织物加征99.7%或37.6%的反倾销税。近年来受中外贸易摩擦持续影响，我国对外出口增速出现波动。此外，鉴于目前海外疫情持续蔓延，需关注疫情对出口的影响。

图3 近年我国玻纤及制品出口情况



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

玻纤行业市场集中度较高，存在一定的进入壁垒，国家政策对准入条件的限制使大型玻纤企业竞争优势愈发明显

玻纤行业属于资本、技术密集型行业，行业长期处于全球性的寡头垄断阶段，有较高的准入门槛，目前全球玻纤产能较为集中，我国玻纤行业三大巨头——中国巨石股份有限公司、泰山玻璃纤维股份有限公司及重庆国际复合材料有限公司三家企业产能占到全国总产能的64%左右，加上山东玻纤集团股份有限公司、四川威玻股份有限公司和长海股份，前六大供应商产能占比约为80%，已初步形成寡头垄断格局。而玻纤行业因其技术专业化和规模生产的特点，导致进入门槛较高。此外，2012年10月工信部发布《玻璃纤维行业准入条件》，要求“新建无碱玻璃纤维池窑粗纱拉丝生产线单窑规模应达5万吨/年以上，新建细纱拉丝生产线单窑规模应达3万吨/年以上”，同时规定了能耗与环境污染的排放标准。该政策有效避免了小企业新建低产能所导致的无序竞争，提高了行业准入门槛，大型玻纤企业的优势将更加明显，竞争力较弱的企业很可能被挤出市场，新兴企业进入该市场存在较大困难，寡头垄断局面还将长期持续。

行业政策方面，为鼓励玻纤行业健康有序发展，国家各部门相继出台各项政策法规引领行业健康发展。近年具体行业政策文件见下表，相关政策的出台有助于推动产品结构升级、行业有序稳健发展。

表 4 近年玻璃纤维及制品行业政策文件

时间	文件名称	颁布单位	主要内容
2019年	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	国家发改委	将“8万吨/年及以上无碱玻璃纤维粗纱(单丝直径>9微米)池窑拉丝技术”列入鼓励类第十二项建材行业
2018年	《战略性新兴产业分类(2018)》	国家统计局	将玻璃纤维及玻纤制品列入《战略性新兴产业分类》目录
2018年	《重点新材料首批次应用示范指导目录(2018年版)》	工信部	将二元高硅氧玻璃纤维制品列为50种关键战略材料之一
2017年	《产业关键共性技术发展指南(2017年)》	工信部	将热塑性树脂与玻璃纤维、碳纤维等增强纤维的浸渍与成型技术作为关键共性技术
2017年	《新材料产业发展指南》	工信部、发改委、科技部、财政部	开展大型复合材料结构件研究及应用测试及扩展高性能复合材料应用范围
2016年	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	扩大高强轻合金、高性能纤维、先进无机非金属材料等规模化应用范围
2016年	《建材工业发展规划(2016-2020年)》	工信部	重点发展高性能碳纤维、玻璃纤维等无机纤维
2016年	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院	加快推进玻璃纤维、碳纤维及其复合材料的首批次示范应用，加大推广应用力度，扩大新材料产业规模
2015年	《2015年原材料工业转型发展工作要点》	工信部	扩大高端材料应用，筹建玻璃纤维发展联盟
2015年	《中国制造2025》	国务院	大力发展先进复合材料
2012年	《玻璃纤维行业准入条件(2012年修订)》	工信部	对玻璃纤维行业提出准入条件
2011年	《当前优先发展的高技术产业	国家发改委、科技	将低成本、高性能、特种用途玻璃纤维及其

化重点领域指南（2011 年度） 部、商务部、知识 制品列为高技术产业化重点领域  
产权局

2010 年	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	国务院	玻璃纤维作为应用广泛的新材料产品，成为国家产业政策重点扶持的行业
--------	--------------------------	-----	----------------------------------

资料来源：公开资料

## 五、公司治理与管理

公司系深圳证券交易所创业板挂牌的上市公司，按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》等相关法律法规、部门规章和规范性文件要求及自身实际情况建立了由股东大会、董事会、董事会各专门委员会、监事会等组成的法人治理结构，并建立了相应的法人治理制度，同时还建立了相互协调和相互制衡的工作机制。

股东大会是公司的权力机构，具有决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。近年来，公司严格按照《上市公司股东大会规则》、《公司章程》、《股东大会议事规则》等规定召集、召开股东大会，2017-2019年分别召开股东大会2次、3次和3次。

公司设董事会，对股东大会负责，具体负责执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的基本管理制度并决定公司内部管理机构设置。公司董事会由9名董事组成，设董事长1人、独立董事3人，董事长以全体董事的过半数选举产生。公司董事会设立审计委员会、并根据需要设立战略、提名、薪酬与考核等相关专门委员会，专门委员会对董事会负责，依据《公司章程》和董事会授权履行职责。目前公司董事长为杨国文先生，1957年出生，大专学历，高级经济师，历任遥观镇建筑工程队队长、常州市台钻厂副厂长、常州市武进长江淀粉化工有限公司总经理，常州市长海玻纤制品有限公司董事长。现任天马集团董事长及公司董事长。

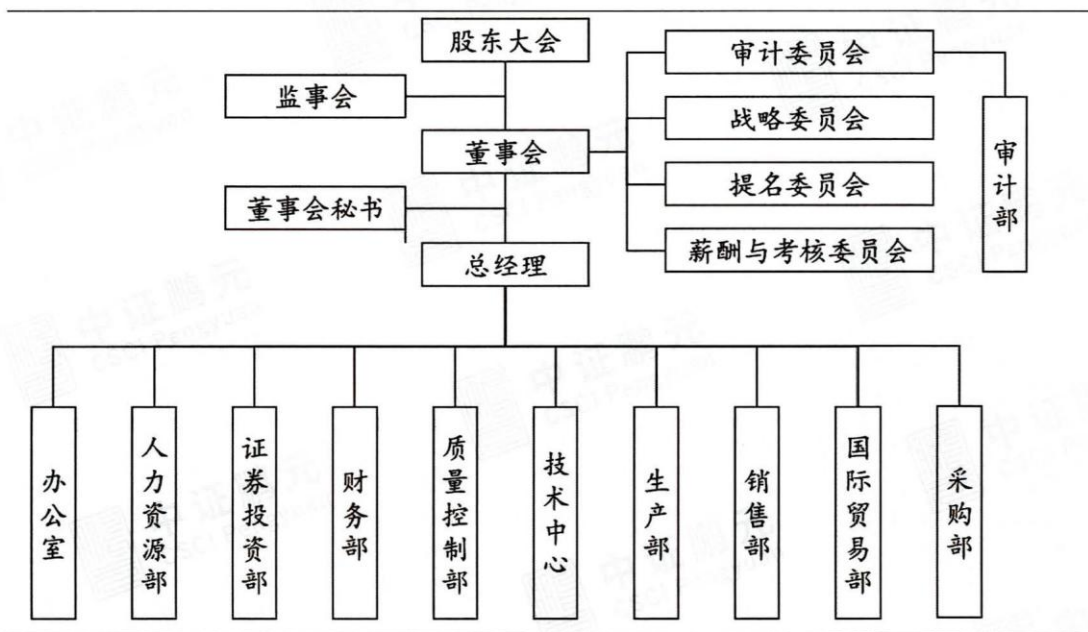
公司监事会由5名监事组成，监事会设主席1人，公司监事会成员的职责包括对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务，同时对公司董事、高管人员履行职责的合法合规性进行监督等。

总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，每届任期三年，连聘可以连任，总经理对董事会负责，并行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案及基本管理制度；提请董事会聘任或者解聘副总经理、财务负责人等。公司现任总经理为杨鹏威先生，1982年出生，本科学历，

历任常州市新长海玻纤有限公司常务副总、常州市长海玻纤制品有限公司副总经理，常州市长海玻纤制品有限公司董事、总经理，现任公司董事、总经理。

公司建立并不断完善公司法人治理结构，为规范日常经营活动，公司管理层下设办公室、人力资源部、证券投资部、财务部、质量控制部、技术中心、生产部、销售部、国际贸易部、采购部等部门负责具体工作，公司组织架构图详见图4。

图 4 公司组织架构图



资料来源：公司提供

截至2020年3月末，公司员工合计2,088人，其中生产人员占员工总数的比重为77.54%；从学历构成来看，大专及以上学历占比为93.06%，公司虽低学历人员相对较多，但与生产人员为主的人员构成相匹配，公司人员能够满足公司日常经营活动，具体情况见表5。

表 5 公司人员结构图

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	1,619	77.54%
销售人员	164	7.85%
技术人员	144	6.90%
财务人员	22	1.05%
行政人员	139	6.66%
合计	2,088	100.00%
学历	人数	占员工总数的比例
硕士以上	8	0.38%
大学本科	137	6.56%
大专	256	12.26%



大专以下	1,687	80.80%
<b>合 计</b>	<b>2,088</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

## 六、经营与竞争

公司主营业务为玻纤制品及玻纤复合材料，拥有以玻纤纱、玻纤制品及玻纤复合材料为主的纵向产业链，以及子公司天马集团玻纤纱、玻纤制品、化工类产品及玻璃钢制品为主的横向产业链，其中子公司天马集团生产的化工辅料是公司各类玻纤制品的重要原料，天马集团玻纤增强材料产品则使用了公司本部生产的短切毡、薄毡等玻纤制品。公司主要生产产业链中的中游产品，且为湿法薄毡等细分领域龙头。此外，公司还根据客户需求，进行少量玻璃钢制品生产，2020年1-3月受下游订单较少影响，该业务收入下降明显。

近年公司主要业务持续发展，2017-2019年公司分别实现营业收入20.27亿元、21.98亿元和22.10亿元，收入规模稳步增长，近年公司收入及毛利率情况见下表。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
玻璃纤维及制品	28,291.63	32.73%	137,764.07	34.72%	128,016.24	33.46%	118,131.64	33.40%
化工制品	10,465.83	22.47%	72,741.35	19.48%	80,086.56	14.82%	73,370.55	11.84%
玻璃钢制品	778.18	35.34%	10,117.76	23.67%	11,370.81	16.53%	11,216.88	28.61%
气体	40.82	-157.91%	347.50	-5.90%	320.56	12.34%	0.00	-
<b>合计</b>	<b>39,576.46</b>	<b>29.87%</b>	<b>220,970.68</b>	<b>29.13%</b>	<b>219,794.17</b>	<b>25.76%</b>	<b>202,719.07</b>	<b>25.33%</b>

资料来源：公司提供

近年公司玻璃纤维及制品产能持续扩张，产销量持续增长，产品维持了较高的产销率，但在建拟建项目投产后将进一步扩大公司产能，需关注未来产能消化情况

公司玻纤产品主要包括玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板、涂层毡等。玻纤及其制品是在建筑建材、轨道交通、石油化工、汽车制造等各大国民经济领域得到广泛应用；其中玻纤纱是玻纤制品的基材，公司薄毡主要用于防水、保温、隔音，湿法薄毡主要用于外墙装饰、屋面防水、电子基材、蓄电池等方面，涂层毡用于建筑建材等领域。

近年公司通过新建生产线及升级改造等方式推动玻纤产品产能持续增长，年产能由2017年13.3万吨提升至2019年的20万吨。因池窑需要维持高温，公司玻纤纱采取连续生产的生产模式，玻纤制品采用以销定产为主的生产模式，根据订单、库存，结合生产能力进行生产。近年玻璃纤维及制品产量持续增长，年均复合增长率为19.14%。但因产能提升及

细分产品结构调整，近年公司产能利用率略有下降。鉴于目前公司主要产品为玻纤无纺制品，募投项目建成将有助于公司产业链向前延伸，生产玻璃纤维制品所需原材料，但值得关注的是本期债券募投项目计划新增产能10万吨，新增产能规模较大，此外公司拟投资1.85亿元，新建5条薄毡生产线，建成后公司薄毡年产能可达到十亿平方米。公司结合生产经营需要建设上述项目，建成后将进一步扩大公司的产品生产能力，但需关注后续新增产能的消化情况。

表 7 近年公司玻璃纤维及制品生产情况

产品	项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
玻璃纤维及制品	产能(万吨)	20.0	20.0	17.4	13.3
	产量(万吨)	3.49	19.02	17.21	13.40
	产能利用率	69.90%	95.09%	98.89%	100.75%
	销量(万吨)	3.61	19.35	16.30	13.64
	产销率	103.44%	101.74%	94.71%	101.79%
	库存(万吨)	1.31	1.42	1.76	0.85

注：2020年一季度产能为年产能，产能利用率经过年化处理  
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着玻纤制品应用范围逐渐扩大以及下游电子等发展较好，近年公司产品销量持续增长，维持了较高的产销率。2017-2019年公司产品销量年均复合增长率19.11%，同期玻璃纤维及制品收入年均复合增长率为7.99%，销量提升是推动公司该业务收入增长的主要因素。公司玻纤及制品涉及产品及细分较多，产品价格随行就市，虽然占比较大的短切毡及玻纤纱产品销售均价近年持续下降，但由于公司通过技术改造提升燃烧效率、变更配方减少原材料类别以及池窑产能提升带来的规模效益等因素，推动近年公司玻纤及制品毛利率略有提升。

2020年一季度，公司玻璃纤维仍保持连续生产，但玻纤制品受春节放假及疫情导致下游需求不足影响，生产规模有所下降，当期产能利用率仅为69.90%；同期产销率仍保持较高水平，但销量及收入较2019年同期仍有一定下滑。

**公司化工制品毛利率水平持续提升，但产能利用率偏低，且受下游需求影响收入规模有所波动**

公司化工制品业务主要由子公司天马集团负责，天马集团生产的化工辅料是公司各类玻纤制品的重要原料，具体产品包括不饱和聚酯树脂、玻纤粘结剂、羟酯、颜料糊、固化剂、乙烯基酯树脂等。近年公司通过新建生产线等方式产能不断提升，截至2019年末公司拥有年产15.06万吨化工制品的生产能力。公司化工制品采用以销定产为主的生产原则，

近年因市场需求变动，公司化工制品产量有所波动，2017-2019年产量分别为6.44吨、8.43吨和8.07吨，产能利用率维持在55%左右，2020年一季度疫情爆发，下游需求及上游采购受到一定程度影响，当期产能利用率下降至30.32%。

近年化工制品保持了较高的产销率，但受产销量波动影响，2017-2019年公司化工业务分别实现收入7.34亿元、8.01亿元和7.27亿元。产品价格方面，公司主要产品不饱和聚酯树脂等销售均价均有所下降，但由于主要化工原材料价格亦持续下跌，消费相对具有一定刚性，公司化工制品毛利率持续提升，由2017年的11.84%提升至2019年的19.48%。

值得关注的是，公司拟投资1.5亿元对原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改扩建，以提升规模效益，并逐步投产年产10万吨不饱和聚酯树脂的生产能力，目前公司不饱和聚酯树脂产品产销量相对较好，但仍需关注后续产能投产后的消化情况。此外，由于化工企业受日益严格的环保法律和法规的监管，需关注相关政策对公司该业务生产经营的后续影响。

表 8 公司化工制品产销情况

产品名称	项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
化工制品	产能（万吨）	15.06	15.06	14.60	12.30
	产量（万吨）	1.14	8.07	8.43	6.44
	产能利用率	30.32%	53.61%	57.75%	52.37%
	销量（万吨）	1.11	8.08	8.25	6.69
	产销率	97.37%	100.12%	97.86%	103.88%
	库存（万吨）	0.33	0.30	0.31	0.13

注1：表中产量未包含公司自用部分

注2：2020年1-3月产能为年产能，产能利用率经过年化处理

资料来源：公司提供

公司主要客户较为分散，受贸易摩擦影响，近年海外销售收入及占比持续下降，此外需关注海外疫情蔓延、汇率等因素对公司海外业务的影响

公司内销产品采用直销和经销模式，直销比例约占85%左右，直销主要利用报刊、杂志、网络等广告方式，直接面对终端客户销售。经销模式为与经销商签订一定期限指定区域的独家经销协议，销售价格基于公司定价政策，并根据不同区域的实际情况进行微调。公司外销产品采用“经销商+展会”模式。一方面由经销商采购公司产品，以“常海”品牌进行销售；另一方面通过国际、国内定期行业展会展示产品、接洽国外客户。结算方面，公司内销产品部分采用款到发货、部分采用赊销模式，账期以一个月为主，外销基本采用信用证，账期多在一个月左右。

从销售区域来看，近年出口占公司营业收入的一定比例，公司海外销售区域较为广泛，

涉及欧洲、美国、东南亚、中东等地，公司外销主要采用美元结算，2017-2019年公司分别产生汇兑收益-1,860.94万元、1,789.86万元和31.74万元，若未来人民币对美元的汇率不稳定，将对公司汇兑损益、外币计价出口产品价格等经营性因素产生一定影响。

此外，值得关注的是，2019年美国将玻璃纤维及其制品纳入加征25%关税清单，欧盟也对中国的玻璃纤维织物发起反倾销和反补贴调查，公司出口至欧盟的涉案产品被征收的反倾销及反补贴税，受此影响，2017-2019年公司对外出口金额及占公司营业收入比重持续下降；同时，2020年一季度以来海外疫情持续蔓延，需关注国际贸易摩擦及海外疫情蔓延对公司商品出口造成的不利影响。

表 9 公司营业收入分区域构成情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
国内	26,440.27	66.81%	167,516.81	75.81%	163,308.91	74.30%	140,774.31	69.44%
国外	13,136.19	33.19%	53,453.87	24.19%	56,485.26	25.70%	61,944.76	30.56%
合计	39,576.46	100.00%	220,970.68	100.00%	219,794.17	100.00%	202,719.07	100.00%

资料来源：公司提供

从主要客户来看，近年公司主要客户合作稳定，同时客户数量较为分散，前五大客户占公司收入比重不大，2017-2019年公司营业收入的比重为9.63%、8.14%和7.71%，不存在对单一客户过度依赖的情况。

#### 化工类原材料价格下降一定程度减轻了公司的成本压力

从生产成本构成上来看，近年玻璃纤维及制品中叶腊石、石英砂等直接材料占生产成本的比重约为50%，且直接材料占比有所下降，此外动力能源约占生产成本的25%；化工制品方面，直接材料为成本的最重要构成部分，占比超过90%。不饱和聚酯树脂原材料主要包括二元醇、饱和的二元酸（酐）、不饱和二元酸（酐）、乙烯类单体等。

表 10 公司主要产品生产成本构成占比情况

产品分类	项目	2019年	2018年	2017年
玻璃纤维及制品	材料	46.89%	50.72%	52.80%
	人工工资	12.50%	12.21%	11.97%
	折旧	9.19%	8.43%	8.40%
	动力能源	25.22%	24.35%	23.22%
	其他	6.20%	4.29%	3.62%
化工制品	材料	91.61%	92.53%	90.92%
	人工工资	1.71%	1.67%	1.73%
	折旧	2.31%	1.71%	1.12%

动力能源	2.67%	2.26%	2.15%
其他	1.70%	1.82%	4.08%

资料来源：公司提供

结算方面，公司玻纤业务原材料一般上游会给予三个月左右账期，化工原料一般采用款到发货的模式。

从主要原材料采购情况来看，近年随着公司生产规模扩大，主要原材料采购规模均持续增长。价格方面，电力及叶腊石价格保持相对稳定，天然气价格持续上涨，苯乙烯及顺酐等化工产品原材料价格呈下降趋势。

表 11 公司主要原材料采购情况（单位:吨、元/吨、万度、元/度、万立方米、元/立方米）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
电力	5,487.42	0.62	23,504.59	0.61	18,431.79	0.60	16,175.85	0.61
天然气	1,163.66	3.38	4,858.59	2.81	4,682.50	2.91	4,046.93	2.76
苯乙烯	2,622.87	5,019.28	21,113.55	7,312.03	20,665.74	9,187.64	20,129.81	8,658.22
叶腊石	35,295.22	568.79	150,750.16	555.39	126,121.60	561.36	81,651.54	557.68
顺酐	1,236.43	5,511.82	11,019.51	5,847.04	10,752.97	7,449.37	9,914.84	7,836.90

注1：表中均价为不含税价格；

注2：公司生产所需原材料种类较多，表中仅列示采购总额前五大原材料；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司重视技术提升，并取得了一定的研发成果；公司本部及部分子公司享受税收优惠政策，但需关注相关政策持续性

经过多年积累，公司形成了200余人的研发团队，公司开发的技术以自主研发为主，并与常州大学等高校合作，近年研发投入持续增长，推动公司产品性能及生产效率持续提升。截至2019年末公司已取得发明专利32项，实用新型专利77项，正在申请专利19项。此外，公司本部、子公司天马集团、常州海克莱化工有限公司为高新技术企业，享受企业所得税优惠政策减按15%缴纳优惠。此外，公司本部及子公司出口货物增值税实行“免、抵、退”办法，目前，公司主要出口产品的退税率为13%，但需关注相关政策的持续性。

表 12 公司研发投入情况

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
技术人员数量（人）	248	248	242	181
技术人员数量占比	18.44%	18.44%	19.19%	17.75%
研发投入金额（万元）	1,742.73	9,129.69	8,336.11	6,621.90
研发投入占营业收入比例	4.40%	4.13%	3.79%	3.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年一期合并报表范围变化情况如下，截至2020年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共9家。

表 13 公司合并范围变化情况

项目	合并范围增加		合并范围减少	
2020年1-3月	-	-	注销控股孙公司	江苏欧迪可互联装饰工程有限公司
2019年	新设子公司	常州天马复合材料检测技术有限公司	-	-
2018年	新设子公司	江苏欧迪可互联装饰工程有限公司	注销全资子公司	常州市天鹏化工有限公司
	新设子公司	长海（香港）有限公司	其他子公司吸收合并	常州天马瑞盛复合材料有限公司

资料来源：公司提供

### 资产结构与质量

公司资产规模持续增长，固定资产占比较大，应收款项对资金形成一定占用且面临一定的坏账风险

随着公司稳步发展，资产规模持续增长，2020年3月末资产总额32.18亿元，其中非流动资产占比略大。

2019年末公司货币资金6.24亿元，主要为银行存款，其中197.18万元为银行承兑汇票保证金，使用受限。

公司交易性金融资产为短期理财产品，2019年末账面价值为1.49亿元。由于执行新金融工具准则，公司部分应收票据调整至应收款项融资科目，2019年末公司应收款项融资2.29亿元，全部为银行承兑汇票。

近年公司应收账款规模较为稳定，2019年末按单项计提坏账准备的应收账款余额3,170.26万元，计提坏账1,884.24万元，按组合计提坏账准备的应收账款余额35,772.20万元；从账龄来看，一年以内占比为82.29%；从主要应收对象来看，前五大应收对象占应收账款余额的比例为9.23%。

2019年末公司存货账面价值1.85亿元，包括库存商品1.14亿元、原材料0.55亿元、在产品0.15亿元等，2019年末公司计提存货跌价准备103.05万元。近年公司其他流动资产金额波动下降，2018年末同比大幅下降系前期公司持有的各类理财产品到期取出所致。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57,046.14	17.73%	62,427.67	19.60%	54,088.33	17.25%	61,153.46	19.70%
交易性金融资产	19,206.00	5.97%	14,852.00	4.66%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收票据	226.15	0.07%	250.65	0.08%	19,637.17	6.26%	8,835.83	2.85%
应收账款	35,736.64	11.10%	34,634.42	10.87%	35,091.31	11.19%	34,767.78	11.20%
应收款项融资	17,724.60	5.51%	22,939.14	7.20%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
存货	20,241.90	6.29%	18,476.87	5.80%	20,887.01	6.66%	16,748.38	5.40%
其他流动资产	1,095.38	0.34%	637.56	0.20%	13,698.24	4.37%	38,060.04	12.26%
<b>流动资产合计</b>	<b>156,597.66</b>	<b>48.66%</b>	<b>155,910.87</b>	<b>48.94%</b>	<b>145,644.01</b>	<b>46.44%</b>	<b>161,662.03</b>	<b>52.08%</b>
固定资产	143,000.02	44.43%	138,586.42	43.50%	145,647.35	46.44%	107,888.00	34.76%
无形资产	16,253.68	5.05%	16,376.23	5.14%	16,854.28	5.37%	17,337.74	5.59%
<b>非流动资产合计</b>	<b>165,238.69</b>	<b>51.34%</b>	<b>162,656.69</b>	<b>51.06%</b>	<b>167,988.00</b>	<b>53.56%</b>	<b>148,734.96</b>	<b>47.92%</b>
<b>资产总计</b>	<b>321,836.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>318,567.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>313,632.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>310,396.99</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产主要为房产、生产设备及运输工具等，近年受在建工程转入、购置及折旧等因素影响，规模有所波动，由于公司生产所需厂房设备较多，近年固定资产占资产总额比重较大，2020年3月末为44.43%，2019年末账面价值0.54亿元的房产尚未办妥产权证书，账面价值0.23亿元的固定资产已用于借款抵押。公司无形资产主要为土地，2019年末账面价值1.64亿元，其中647.80万元的无形资产已用于借款抵押，近年无形资产账面价值持续下降系摊销所致。

整体来看，公司资产规模持续增长，固定资产占比较大，应收款项（包含应收账款、应收票据、其他应收款和应收款项融资）规模持续增长，对公司资金形成一定占用，需关注其回款情况。

### 资产运营效率

公司应收款项周转天数持续延长；但总资产周转效率有所提升

近年公司根据生产情况进行备货，存货周转天数相对稳定。因生产规模扩大，但部分款项未实际支付，2018年应付款项周转天数同比增长9.72天，当期净营业周期同比有所下降。而2019年由于应收款项对资金占用加大，当期应收账款周转天数延长，导致净营业周期同比增加15.1天。

资产运营效率方面，近年公司流动资产周转效率持续提升，但为配合生产规模扩大固定资产整体呈增长趋势，导致固定资产周转效率持续下降，整体来看，近年公司总资产周转天数波动下降，2019年为514.98天。

表 15 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
应收款项周转天数	91.68	80.53	77.84
存货周转天数	80.15	77.06	81.64
应付款项周转天数	62.43	63.28	53.56
净营业周期	109.40	94.30	105.93
流动资产周转天数	245.64	251.67	289.65
固定资产周转天数	231.53	207.63	193.24
总资产周转天数	514.98	511.05	544.31

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

近年公司经营收益持续提高，疫情对公司2020年一季度收入造成一定不利影响

公司收入主要来自于玻纤及玻纤制品、化工产品等，近年营业收入持续小幅增长，2017-2019年年均复合增长率为4.40%。毛利率方面，得益于公司玻纤及化工产品毛利率提高，近年公司综合毛利率持续增长，2019年公司综合毛利率为29.13%。

公司期间费用主要包括运输费、职工薪酬、包装费、折旧摊销及研发投入等，近年波动增长。得益于收入及毛利率水平提升，2017-2019年公司利润水平持续增长，同期营业利润率及净资产收益率均有所提升。

2020年一季度受到新冠疫情影响，公司销售受阻，当期实现营业收入3.96亿元，同比下降23.77%，但毛利率同比增长1.86个百分点，且公司当期期间费用同比下降33.98%，受此推动，2020年一季度公司净利润较2019年同期略有提升。

表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	39,576.46	220,970.68	219,794.17	202,719.07
营业利润	6,700.38	32,981.11	30,353.73	23,330.79



利润总额	6,683.79	32,943.84	30,405.61	23,584.53
净利润	5,621.82	29,018.05	26,228.84	20,152.32
综合毛利率	29.87%	29.13%	25.76%	25.33%
期间费用率	13.33%	13.75%	12.31%	14.03%
营业利润率	16.93%	14.93%	13.81%	11.51%
总资产回报率	-	10.62%	10.05%	8.13%
净资产收益率	-	11.04%	10.53%	8.45%
营业收入增长率	-	0.54%	8.42%	14.67%
净利润增长率	-	10.63%	30.15%	-25.61%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表

## 现金流

近年公司经营现金流有所波动，拟建项目较多，需关注后续资本支出压力

公司业务获现能力略有下降，2018年以来公司收现比下降至0.70左右。2017-2019年公司净利润持续增长，年均复合增长率20.00%，剔除非付现费用及非经营损益影响后，2017-2019年分别实现FFO3.40亿元、3.81亿元和4.50亿元。除2017年对上游占款增加较多，当期营运资本增加外，2018年及2019年均受经营性应收项目增加较多影响，对营运资金占用持续增加。导致2017-2019年公司经营活动现金净流入金额有所波动，分别为3.78亿元、1.95亿元和3.79亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为赎回理财产品本金及收益等，投资活动现金流出主要为购置房产、设备、项目建设支出以及购买理财产品等。公司目前拟建项目包括本期债券募投项目、2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改扩建项目和5条薄毡生产线，计划总投资合计13.88亿元，需关注后续资本支出压力。公司筹资活动现金流入主要为通过借款取得的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息及分配股利支付的现金，由于公司偿还债务金额较大，近年公司筹资活动持续呈净流出状态。

整体来看，近年公司经营活动现金净流入规模有所波动，应收款项对公司资金形成一定占用。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	0.71	0.70	0.81
净利润	29,018.05	26,228.84	20,152.32
非付现费用	16,235.21	14,304.49	12,995.06
非经营损益	-243.54	-2,460.42	876.79
FFO	45,009.73	38,072.91	34,024.17

营运资本变化	-7,097.75	-18,621.68	4,487.07
其中：存货的减少（减：增加）	2,314.34	-4,138.63	-2,379.69
经营性应收项目的减少（减：增加）	-7,117.62	-11,799.51	-5,811.09
经营性应付项目的增加（减：减少）	-2,294.46	-2,683.54	12,677.85
经营活动产生的现金流量净额	37,911.98	19,451.23	37,771.24
投资活动产生的现金流量净额	-8,547.89	-62.35	5,835.88
筹资活动产生的现金流量净额	-20,701.65	-25,515.34	-24,365.37
现金及现金等价物净增加额	8,694.18	-4,336.60	17,380.81

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

#### 公司有息债务持续下降，债务压力较小

随着债务偿还，公司负债总额持续下降，2020年3月末为4.44亿元，较2017年末下降31.80%。从债务结构来看，近年公司债务以流动负债为主，2020年3月末流动负债占比为90.00%。得益于利润累积，近年公司所有者权益持续提升，2020年3月末为27.74亿元。负债规模下降同时所有者权益提升推动近年公司产权比率持续下降，2020年3月末为16.01%，所有者权益对负债的保证程度高。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	44,406.99	45,384.89	60,963.73	65,108.58
所有者权益	277,429.36	273,182.67	252,668.28	245,288.41
产权比率	16.01%	16.61%	24.13%	26.54%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款余额0.71亿元，包括信用借款0.38亿元、保证借款0.17亿元和抵押借款0.16亿元。公司应付票据全部为应付银行承兑汇票，2019年末余额0.31亿元。公司应付账款主要包括经营性应付款和应付工程设备款，2019年末余额分别为1.87亿元和0.32亿元。

2017年末公司一年内到期的非流动负债余额为1.49亿元、2018年末公司长期借款余额0.12亿元，截至2019年末均已偿还。2019年末公司递延收益为0.47亿元，为与资产相关的政府补助，主要为项目补助或拨款。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,850.00	13.17%	7,058.65	15.55%	17,400.00	28.54%	8,800.00	13.52%

应付票据	4,948.42	11.14%	3,102.48	6.84%	6,838.75	11.22%	10,228.49	15.71%
应付账款	22,141.37	49.86%	21,895.19	48.24%	22,480.51	36.88%	17,823.96	27.38%
预收款项	0.00	0.00%	2,149.45	4.74%	2,094.46	3.44%	2,784.73	4.28%
合同负债	2,612.94	5.88%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付职工薪酬	1,812.21	4.08%	4,031.38	8.88%	3,546.12	5.82%	3,195.59	4.91%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	14,850.32	22.81%
<b>流动负债合计</b>	<b>39,965.34</b>	<b>90.00%</b>	<b>40,704.18</b>	<b>89.69%</b>	<b>54,821.28</b>	<b>89.92%</b>	<b>59,744.31</b>	<b>91.76%</b>
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1,200.00	1.97%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	4,441.65	10.00%	4,680.71	10.31%	4,942.45	8.11%	5,364.27	8.24%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,441.65</b>	<b>10.00%</b>	<b>4,680.71</b>	<b>10.31%</b>	<b>6,142.45</b>	<b>10.08%</b>	<b>5,364.27</b>	<b>8.24%</b>
<b>负债合计</b>	<b>44,406.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>45,384.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>60,963.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>65,108.58</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	10,798.42	24.31%	10,161.13	22.39%	24,238.75	39.76%	33,878.81	52.04%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务余额整体呈下降趋势，2020年3月末余额为1.08亿元。从偿债指标来看，近年公司资产负债率持续下降，2020年3月末为13.80%。由于公司债务规模持续下降，流动比率及速动比率持续提升，2020年3月末分别为3.92和3.41。同时得益于利润水平提升，近年公司EBITDA持续增长，2019年EBITDA为4.87亿元，近年EBITDA对有息债务本息保障程度持续提升。由于公司目前债务规模不大，经营性现金流对流动负债和负债总额的保障程度尚可。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	13.80%	14.25%	19.44%	20.98%
流动比率	3.92	3.83	2.66	2.71
速动比率	3.41	3.38	2.28	2.43
EBITDA（万元）	-	48,686.85	45,082.02	36,955.83
EBITDA 利息保障倍数	-	77.23	46.74	27.78
有息债务/EBITDA	-	0.21	0.54	0.75
债务总额/EBITDA	-	0.93	1.35	1.76
经营性净现金流/流动负债	-	0.93	0.35	0.63
经营性净现金流/负债总额	-	0.84	0.32	0.58

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券偿债资金来源及风险主要包括以下几个方面：

首先，募投项目的资金回流是本期债券还本付息资金的来源之一，根据《可行性报告》，募投项目税后财务内部收益率为24.51%，税后投资回收期为4.93年。但募投项目尚未正式开工，能否如期完工以及项目建成后产品能否按计划销售均存在一定不确定性，从而导致募投项目收益尚待观察。

其次，募投项目以外的公司自身经营所产生的收益及现金流入是本期债券还本付息资金的重要来源。公司收入主要来源于玻纤制品和化工产品，得益于近年玻纤制品应用范围持续扩大，公司玻纤制品产销量持续增长，推动2017-2019年公司营业收入持续增长，且公司计划通过新建及改扩建生产线方式进一步扩大产能，有助于公司产业链向前延伸并提升规模效益；但值得关注的是，2018年以来公司业务收现比维持在0.7左右，部分收入未能实现现金回流，且公司出口占比较大，需关注贸易摩擦及海外疫情蔓延对公司产品出口的影响、汽车产量下降对国内销量的影响以及新增产能后续消化情况。

此外，本期债券为可转换公司债券，在进入转股期后转股的对应债务无需还本付息，可减轻公司的偿债压力，但也需关注因股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 九、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日：2020年5月25日）、子公司天马集团（查询日：2020年5月21日）、子公司常州海克莱化学有限公司（查询日期：2020年6月22日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	57,046.14	62,427.67	54,088.33	61,153.46
应收账款	35,736.64	34,634.42	35,091.31	34,767.78
固定资产	143,000.02	138,586.42	145,647.35	107,888.00
无形资产	16,253.68	16,376.23	16,854.28	17,337.74
资产总计	321,836.35	318,567.56	313,632.01	310,396.99
短期借款	5,850.00	7,058.65	17,400.00	8,800.00
应付票据	4,948.42	3,102.48	6,838.75	10,228.49
应付账款	22,141.37	21,895.19	22,480.51	17,823.96
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	14,850.32
长期借款	0.00	0.00	1,200.00	0.00
递延收益-非流动负债	4,441.65	4,680.71	4,942.45	5,364.27
负债合计	44,406.99	45,384.89	60,963.73	65,108.58
归属于母公司所有者权益合计	272,867.63	267,855.63	247,413.88	240,809.16
所有者权益合计	277,429.36	273,182.67	252,668.28	245,288.41
营业收入	39,576.46	220,970.68	219,794.17	202,719.07
营业利润	6,700.38	32,981.11	30,353.73	23,330.79
净利润	5,621.82	29,018.05	26,228.84	20,152.32
经营活动产生的现金流量净额	3,695.07	37,911.98	19,451.23	37,771.24
投资活动产生的现金流量净额	-8,200.30	-8,547.89	-62.35	5,835.88
筹资活动产生的现金流量净额	-1,287.51	-20,701.65	-25,515.34	-24,365.37
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	13.80%	14.25%	19.44%	20.98%
有息债务（万元）	10,798.42	10,161.13	24,238.75	33,878.81
流动比率	3.92	3.83	2.66	2.71
速动比率	3.41	3.38	2.28	2.43
产权比	16.01%	16.61%	24.13%	26.54%
EBITDA（万元）	-	48,686.85	45,082.02	36,955.83
EBITDA 利息保障倍数	-	77.23	46.74	27.78
有息债务/EBITDA	-	0.21	0.56	0.92
债务总额/EBITDA	-	0.93	1.35	1.76
综合毛利率	29.87%	29.13%	25.76%	25.33%
期间费用率	13.33%	13.75%	12.31%	14.03%
营业利润率	16.93%	14.93%	13.81%	11.51%
总资产回报率	-	10.62%	10.05%	8.13%

净资产收益率	-	11.04%	10.53%	8.45%
营业收入增长率	-	0.54%	8.42%	14.67%
净利润增长率	-	10.63%	30.15%	-25.61%
收现比	0.92	0.71	0.70	0.81
应收款项周转天数(天)	-	56.80	57.21	60.96
存货周转天数(天)	-	45.25	41.51	37.15
应付款项周转天数(天)	-	51.01	44.46	40.53
净营业周期(天)	-	51.04	54.27	57.58
流动资产周转天数(天)	-	245.64	251.67	289.65
固定资产周转天数(天)	-	231.53	207.63	193.24
总资产周转天数(天)	-	514.98	511.05	544.31
非付现费用	-	16,235.21	14,304.49	12,995.06
非经营损益	-	-243.54	-2,460.42	876.79
经营性净现金流/流动负债	-	0.93	0.35	0.63

注：2018年公司根据《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》等对2017年现金流量表部分数据进行追溯调整，报告采用的系未经追溯调整的2017年审计报告期末数；

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期初应收款项融资} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期末应收款项融资}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收款项周转天数 + 存货周转天数 - 应付款项周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ( (本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2 ) * 100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / ( 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出 )
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	( 流动资产合计 - 存货 ) / 流动负债合计
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

3 ✓



# 营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司（非上市）
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



### 重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供  
长海股份 使用  
再复印无效

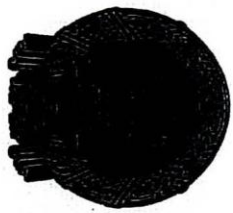


登记机关



2018年11月05日

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



# 中华人民共和国

# 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日



# 中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：罗力

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030216080003

证书取得日期：2016-08-26



2019年01月16日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

# 中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：刘玮

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030217090004

证书取得日期 2017-09-04



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。