



2020年江苏长海复合材料股份有限公司 创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2020年江苏长海复合材料股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-07	2020-07-01

评级观点

中证鹏元对江苏长海复合材料股份有限公司（证券代码：300196.SZ；以下简称“长海股份”或“公司”）及其2020年12月23日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司产业链较为完善，现金生成能力较强，偿债能力指标表现较好，在建项目顺利投产后将有助于进一步提升收入规模。同时也需关注在建项目的资本支出压力及投产后的产能消化情况，国际贸易政策对出口业务的影响以及原材料价格波动对化工业务盈利的影响等风险因素。

债券概况

债券简称：长海转债

债券剩余规模：5.5 亿元

债券到期日期：2026-12-22

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

未来展望

- 公司产业链较为完善，未来随着在建生产线陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	40.04	38.78	31.86	31.36
归母所有者权益	30.69	29.63	26.79	24.74
总债务	5.48	5.23	1.02	2.42
营业收入	5.54	20.43	22.10	21.98
净利润	1.06	2.70	2.90	2.62
经营活动现金流净额	1.15	4.33	3.79	1.95
销售毛利率	33.04%	28.40%	29.13%	25.76%
EBITDA 利润率	-	23.85%	21.83%	18.90%
总资产回报率	-	8.80%	10.62%	10.05%
资产负债率	23.40%	23.65%	14.25%	19.44%
净债务/EBITDA	-	-1.61	-1.29	-1.06
EBITDA 利息保障倍数	-	234.03	76.53	43.08
总债务/总资本	15.15%	15.00%	3.59%	8.75%
FFO/净债务	-	-45.32%	-57.16%	-72.94%
速动比率	3.86	4.55	3.38	2.28
现金短期债务比	10.56	17.21	7.63	3.04

资料来源：公司2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：罗力
luol@cspengyuan.com

项目组成员：刘玮
liuw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **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。
- **在建项目若顺利投产将进一步提升公司生产规模，收入及现金流有望进一步扩大。**公司在建项目建成后将新增 10 万吨无碱玻璃纤维粗纱、7.5 万吨不饱和聚酯树脂，并推动薄毡生产能力达到 10 亿平米，公司另拟建 60 万吨高性能玻璃纤维智能制造项目，上述项目若顺利投产将大幅提升公司生产规模，有望推动收入及现金流进一步提升。
- **现金生成能力较强，偿债能力指标表现较好。**2020 年以来公司业务回款情况较好，现金生成能力较强，经营活动现金净流入金额进一步提升，同时各项偿债能力指标表现较好。

关注

- **国际贸易政策、海外疫情及汇率波动对公司出口业务产生一定影响。**公司生产的玻纤产品属美国加征关税商品，玻璃纤维长丝、玻璃纤维织物属欧盟加征反倾销税商品，国际贸易形势转差，且部分国家疫情尚未完全缓解，受此影响，2020 年公司出口业务收入大幅下降，且汇兑损失对公司利润形成侵蚀，需持续关注国际贸易政策、疫情和汇率波动对公司出口产生的影响。
- **需关注后续原料价格波动对化工业务毛利率水平的影响。**公司化工制品原材料占化工产品生产成本的比重超过 90%，近年原材料价格波动较大，需关注其价格波动对公司化工业务毛利率的影响。
- **公司计划新增产能较多，面临一定产能消化风险及资本支出压力。**公司在建拟建项目涉及新增产能较多且投资金额较大，需关注后续产能消化情况和资本支出压力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年12月23日发行6年期5.5亿元可转换债券，募集资金计划用于10万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线。截至2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为0.16亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称未发生变更，2020年7月3日公司召开2020年第一次临时股东大会，审议通过将之前回购的6,490,300股股份由原计划“本次回购的股份将用于实施股权激励计划或员工持股计划”变更为“本次回购的股份将用于注销以减少注册资本”，上述股份已于2020年7月29日完成注销，截至2021年3月末公司总股本减至40,870.04万股。截至2021年3月末公司第一大股东仍为杨鹏威，其和杨国文为一致行动人，二者合计持有公司52.28%的股权，为公司控股股东和实际控制人。

2020年9月公司董事会秘书兼财务总监蔡志军先生辞职，辞职后其不再担任公司任何职务。公司聘任周熙旭为新任财务总监，由公司法定代表人、董事长杨国文先生代行董事会秘书职责。

2020年公司合并范围内减少公司1家，系公司注销了江苏欧迪可互联装饰工程有限公司，截至2021年3月末合并范围子公司共9家。

四、运营环境

行业及区域经济环境

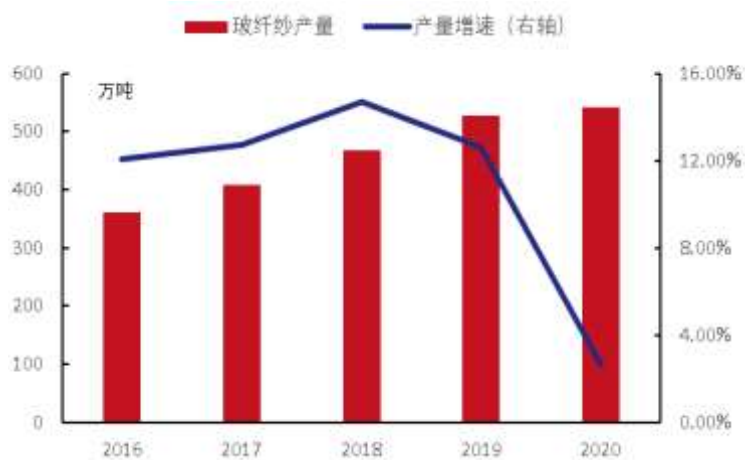
玻璃纤维制品行业市场集中度较高，存在一定进入壁垒，2020年玻纤纱产量增速显著回落，内需市场逐步回暖推动行业利润整体提升

近年我国玻璃纤维行业规模持续扩大，目前已成为世界玻纤产能第一大国，玻纤行业企业集中度较高，寡头垄断格局初步形成，以中国巨石（34%）、泰山玻纤（17%）、重庆国际（17%）为代表的龙头企业占据了我国玻璃纤维行业近70%的产能，加上山东玻纤、四川威玻和长海股份，国内前六大供应商产能占比约为84%。同时因其专业化和规模生产的特点，导致进入门槛较高，同时国家政策对进入条件的限制以及下游对品牌的重视，使大型玻纤企业在市场竞争中优势愈发明显，新兴企业进入难度较大。

2020年我国玻璃纤维及制品行业产能调控和供给侧改革稳步推进，受2019年下半年以来，国内各大

玻纤池窑企业陆续关停一批中小池窑产线和新冠肺炎疫情爆发影响，2020年一季度国内大部分坩埚拉丝企业处于停产停工状态，导致年初玻璃纤维产量出现明显回落。随着疫情逐步控制，四月以来下游行业逐步复产复工，风电、环保、基建等领域需求快速升温，二季度行业供需关系得到改善。市场回温推动池窑建设及投产进度在二季度中后期再次加快，对此，中国玻璃纤维工业协会建议业内企业保持谨慎态度，做好产能调控、延迟新建及冷修池窑的投产进度，同时做好国内市场需求的研究与拓展。得益于行业自身持续的产能调控，新建项目较少并纷纷延期，现有生产线及时启动冷修并延时投产，巨石集团、山东玻纤、重庆国际等企业2020年玻纤纱总产量增速均不超过5%。

图 1 2020 年玻纤纱产量增速大幅下降



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

2020年我国玻璃纤维纱总产量541万吨，同比增长2.64%，增速同比大幅回落，尽管新冠肺炎疫情对全球经济造成重大冲击，但得益于2019年以来全行业产能调控工作持续推进，以及内需市场及时复苏，行业整体未形成较大规模的严重库存积压。2020年三季度以来，随着风电市场需求快速增长，以及基建、家电、电子等领域需求逐步回暖，玻纤纱市场供需形势发生调整，各品种玻纤纱价格回升。据国家统计局数据，2020年我国玻璃纤维及制品工业主营业务收入（不含玻纤增强复合材料制品部分）同比增长9.9%，利润总额同比增长56%。

2020年部分下游行业对玻纤制品需求提升，但需关注海外疫情及对华贸易政策对出口的影响

玻纤能够替代钢、铝、木材、水泥、PVC等多种传统材料，广泛应用于交通运叶片输、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、电子电气和交通运输三者占玻纤下游需求相对较高，比重分别约为34%、21%和16%。2020年作为交通运输领域的汽车轻量化替代品和以风电叶片为代表的新能源玻纤需求增长较快。

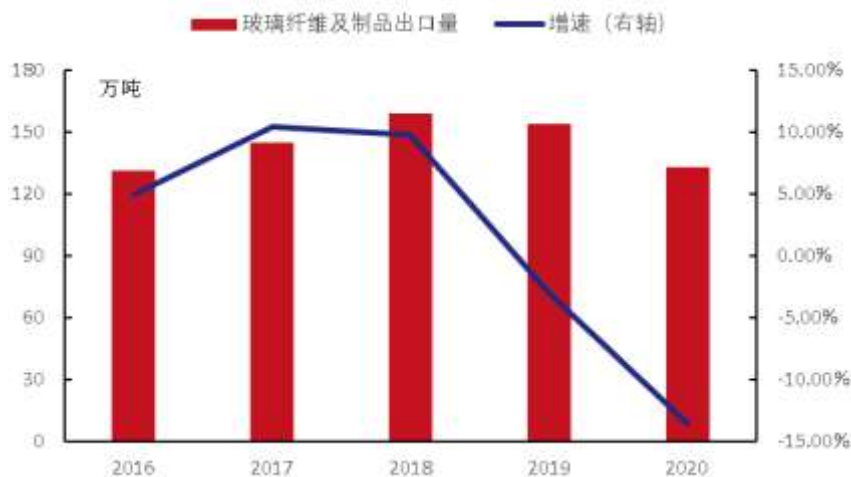
在风电行业，玻纤主要被应用于制造风电叶片与机舱罩部分，中国目前已经成为世界规模最大的风电市场。2021年3月1日，国家电网公司发布碳达峰、碳中和行动方案，其中主要提到将大力发展清洁

能源，预计 2025、2030 年，电能占终端能源消费比重将达到 30%、35% 以上，未来十年风电行业仍有望保持增长，同时未来风电需求的增长主要依赖于度电成本的下降，大容量、长叶片、高塔架被认为是降低度电成本的主要手段。1GW 风电叶片约需 1 万吨玻纤用量，随着风机机型容量越来越大，风机叶片朝着大型化趋势演变，每兆瓦风电叶片所需玻纤用量增加，一定程度利好风电用玻纤产品需求。

2020 年起汽车产量逐渐触底复苏，在汽车轻量化发展趋势下，国内热塑性复合材料市场需求提升空间仍较大，根据中国复合材料信息网，当年我国整车配件商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%，随着汽车轻量化发展，车用玻纤复合材料需求仍将有较大空间。对于新能源汽车，轻量化不仅能够节能降耗，还可以通过增加续航里程，减少动力电池的更换次数，从而降低电池使用成本。在目前电池成本高、关键技术尚未突破背景下，新能源汽车对轻量化的需求显得更为迫切。处于高速增长的新能源汽车将有力拉动玻纤轻量化材料需求。

但值得关注的是，受海外疫情及对华贸易政策影响，2020 年全行业实现玻璃纤维及制品出口 133 万吨，同比下降 13.59%。出口金额 20.5 亿美元，同比下降 10.14%。其中，玻璃纤维原料球、玻璃纤维粗纱、其它玻璃纤维、短切玻璃纤维、粗纱机织物、玻璃纤维席等产品出口量降幅在 15% 以上，目前部分国家已经出现第二波甚至第三波疫情，对实体经济形成较大冲击，同时欧美对华贸易政策形势仍未出现明显好转，美国对中国出口产品采取的贸易战、欧盟对中国实施的贸易救济政策仍在持续，或对行业未来出口情况造成影响。

图 2 2020 年出口量大幅下降



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

五、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。2020年公司各主要产品收入均有小幅下降，尤其出口业务受到较大影响，导致营业收入同比下降7.57%；主要业务中，化工制品得益于原材料价格下降盈利能力提升，玻璃纤维及制品因上半年市场需求不旺等原因，毛利率水平有所下降，叠加收入准则调整将运费计入成本，导致公司2020年整体销售毛利率有所下降。2021年一季度得益于玻纤制品价格提升，公司综合毛利率有所提升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
玻璃纤维及制品	3.83	38.25%	13.31	31.13%	13.78	34.72%
化工制品	1.45	21.16%	6.10	22.95%	7.27	19.48%
玻璃钢制品	0.25	24.56%	0.98	27.54%	1.01	23.67%
气体	0.01	-26.29%	0.03	-41.20%	0.03	-5.90%
合计	5.54	33.04%	20.43	28.40%	22.10	29.13%

资料来源：公司提供

2020年公司玻璃纤维及制品产量有所下降，但产品仍维持较高产销率，在建拟建项目投产后将进一步扩大公司生产规模，但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。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，截至2020年末公司已取得发明专利33项，实用新型专利89项。

2020年公司玻纤制品产能仍维持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，2020年一季度受国内疫情影响，原材料运输受限，公司主动进行了减产，但全年产量同比变化不大。

随着玻纤制品应用范围逐渐扩大以及下游风电等产业发展较好，2020年公司产品销量保持增长并维持了较高的产销率。但因上半年市场需求不旺，产品价格下跌，下半年市场价格回暖时因部分客户采用长协价格未能及时调整，且公司以对外销售玻纤制品为主，价格传导需要时间等原因，导致该业务2020年收入规模及毛利率水平下降。2021年一季度随着产品价格提升，公司盈利能力有所提升。

表2 近年公司玻璃纤维及制品生产情况

产品	项目	2021年1-3月	2020年	2019年
玻璃纤维及制品	产能（万吨）	5.0	20.0	20.0

产量（万吨）	4.78	19.01	19.02
产能利用率	95.60%	95.03%	95.09%
销量（万吨）	4.50	19.62	19.35
产销率	94.14%	103.23%	101.74%
库存（万吨）	1.09	0.81	1.42

注：公司披露的产能为公司玻璃纤维纱生产能力；
资料来源：公司提供

鉴于目前公司主要产品为玻纤无纺制品，本期债券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；同时公司拟新增的5条薄毡生产线（2020年末已建成并投产其中一条，截至2021年5月末第二条正在安装调试）全部建成后，公司薄毡年产能可达到十亿平方米，将进一步消化公司生产的玻纤纱。此外，公司拟投资63.47亿元新建60万吨高性能玻璃纤维智能制造基地，其中公司拟以自有资金投资25亿元，剩余通过定增、发行可转债或申请银行贷款等方式自筹，若该项目顺利投产将推动公司产能大幅提升，但项目的实施尚待政府审批，后续开工时间、实际投入金额尚存在不确定性。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及资本支出压力。

表3 截至2021年3月末公司玻璃纤维及制品业务在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
10万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线	10.53	4.15
5条薄毡生产线	1.85	0.18
合计	12.38	4.33

资料来源：公司提供

受产品价格下降影响，公司化工制品收入有所下降，但盈利能力有所提升

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。

2020年公司化工制品产能基本维持为15.06万吨/年，产量同比有所增加，由于公司主要采用以销定产的生产原则，仍维持了较高的产销率、但是由于原材料价格下跌引起的产品价格下降导致在销量同比增长的情况下，公司该板块业务收入规模有所下降。公司基本采用锁定单吨利润方式定价，原材料下跌推动公司化工制品毛利率同比提升3.47个百分点。

此外，公司于2020年11月开启对天马集团原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改，且孙公司常州海克莱化学有限公司2021年因搬迁关闭位于滨江化工园区内生产线，涉及产能2万吨/年，受此影响，2021年一季度公司化工制品产能有所下降，导致产销量有所下滑。

天马集团不饱和树脂生产线改造预计将于2021年内完工，完成后可形成年产10万吨不饱和聚酯树脂的生产能力，将推动公司化工制品产能进一步提升，需关注后续产能消化情况。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4 近年公司玻璃纤维及制品生产情况

产品	项目	2021年1-3月	2020年	2019年
化工制品	产能（万吨/年）	2.64	15.06	15.06
	产量（万吨）	1.67	9.00	8.07
	产能利用率	63.26%	59.76%	53.61%
	销量（万吨）	1.72	8.99	8.08
	产销率	102.99%	99.88%	100.12%
	库存（万吨）	0.26	0.31	0.30

注：公司2021年1-3月受关停及搬迁部分生产线影响，公司产能约为2.64万吨；
资料来源：公司提供

公司主要客户较为分散，受贸易摩擦及海外疫情蔓延影响，2020年公司海外销售收入及占比大幅下降，需持续关注国际贸易形势、海外疫情蔓延、汇率波动等因素对公司海外业务规模及利润的影响

公司内销产品采用直销为主，经销为辅的销售模式，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。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。

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。值得关注的是，2019年起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，同时受到海外疫情蔓延及贸易摩擦影响，2020年公司出口业务收入同比下降24.11%；公司外销主要采用美元结算，由于2020年美元汇率走低，导致公司汇兑损失增加，2020年公司汇兑损失2,876.84万元，对利润形成一定侵蚀，2021年以来人民币持续走高，需关注后续汇率波动对公司利润的影响。

表5 公司营业收入分区域构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
国内	16.37	80.13%	16.75	75.81%
国外	4.06	19.87%	5.35	24.19%
合计	20.43	100.00%	22.10	100.00%

资料来源：公司2019-2020年年度报告，中证鹏元整理

近年公司主要客户合作稳定，客户仍较为分散，前五大客户占公司收入的比重为6.38%，不存在对

单一客户过度依赖的情况。

化工原料价格波动较大，需关注后续原料价格波动对成本及毛利率水平的影响

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、饱和二元酸（酐）、不饱和二元酸（酐）、乙烯类单体等。从主要原材料采购情况来看，电力、天然气和叶腊石价格较为稳定，苯乙烯等化工原料2020年价格下降明显，得益于此，公司化工制品单位生产成本下降，推动化工业务盈利能力有所提升。2021年一季度化工原料价格回升，公司基本采用锁定单吨利润方式定价，但价格快速波动时存在不能及时传导的可能，需关注后续原材料价格波动对公司成本及毛利率水平的影响。

表6 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	2021年1-3月		2020年		2019年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
电力	5,712.92	0.57	23,638.77	0.61	23,504.59	0.61
天然气	1,162.98	2.96	4,793.37	2.88	4,858.59	2.81
苯乙烯	4,017.18	6,700.18	20,476.73	5,240.54	21,113.55	7,312.03
叶腊石	37,577.83	567.51	147,074.72	563.91	150,750.16	555.39
顺酐	2,128.87	8,193.89	10,595.27	5,956.37	11,019.51	5,847.04

注：采购价格为不含税单价

资料来源：公司提供

六、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2019和2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围减少子公司1家，系注销了江苏欧迪可互联装饰工程有限公司，2021年1-3月公司合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增长，固定资产占比仍较大，且应收款项对资金形成一定占用，需关注其坏账风险

得益于利润累积及融资规模扩大，公司资产总额持续增长，2021年3月末总资产为40.04亿元，其中流动资产占比为48.11%。

得益于本期债券募集资金到账及公司经营收益，2020年末公司货币资金大幅增加至12.44亿元，无使用受限的货币资金。2020年末公司应收账款余额3.90亿元，主要为应收客户货款，计提坏账准备0.43

亿元，其中按单项计提坏账准备0.18亿元；从账龄来看，账龄在一年内的占比83.74%，部分款项账龄较长，由于公司客户较分散，前五大应收对象占应收账款余额的比例为8.62%。2020年末公司应收款项融资账面价值2.48亿元，均为银行承兑汇票，2020年末公司已终止确认银行承兑汇票3.62亿元，为公司已背书或贴现但尚未到期的票据。公司固定资产主要为生产用的厂房、设备及窑池所需的铂铑贵金属，2020年末账面价值有所增加系新购入了贵金属等。在建工程主要为公司目前正在建的募投项目及天马集团2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线技改项目等，随着投入增加持续增长。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.17	22.89%	12.44	32.07%	6.24	19.60%
应收账款	3.88	9.69%	3.47	8.96%	3.46	10.87%
应收款项融资	2.19	5.46%	2.48	6.39%	2.29	7.20%
流动资产合计	19.26	48.11%	21.34	55.04%	15.59	48.94%
固定资产	15.83	39.53%	14.62	37.71%	13.86	43.50%
在建工程	3.03	7.56%	0.87	2.24%	0.39	1.23%
非流动资产合计	20.78	51.89%	17.44	44.96%	16.27	51.06%
资产总计	40.04	100.00%	38.78	100.00%	31.86	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

整体来看，公司资产规模有所增长，其中货币资金和固定资产占比较大，2020年末应收账款和应收款项融资合计占资产总额比重15.35%，对资金形成较大占用，需关注其回款情况。

盈利能力

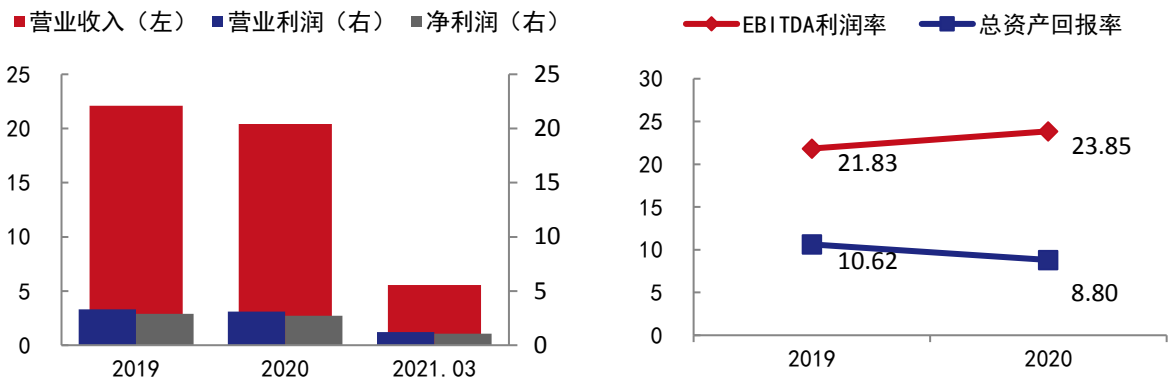
产品价格下跌导致公司收入有所下滑，汇兑损失对公司利润形成侵蚀

公司收入主要来自于玻纤及玻纤制品、化工产品等，2020年公司各主要产品销量提升，但受产品价格下降影响，当年主要业务收入均有小幅下降，且出口业务受到较大影响，导致营业收入同比下降7.5%，叠加汇兑损失，导致利润水平有小幅下滑。2021年一季度，随着玻璃纤维及制品产品价格回升，公司营业收入及利润水平同比均有所增长。

2020年公司销售毛利率略有下滑，但因收入准则调整，将运费调整至营业成本，剔除此项影响，公司盈利能力有所提升，推动EBITDA利润率有所提升。因2020年公司资产规模增长明显，总资产回报率有所下滑。

图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

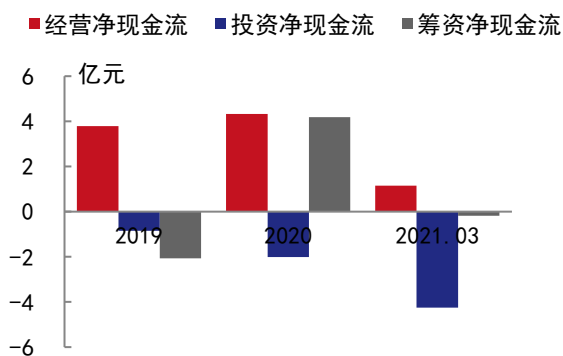
现金流

公司现金生成能力较强，目前在建拟建项目较多，需关注后续资金支出压力

2020年公司业务回款能力提升，推动实现经营活动现金净流入4.33亿元，同比有所增长。同时EBITDA和FFO均小幅增长，主业现金生成能力有所提升，2020年FFO为3.56亿元。

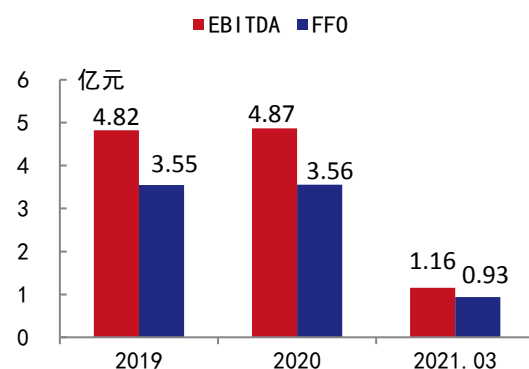
投资活动方面，2020年公司投资活动现金流入流出主要为购置理财产品及到期赎回的现金款项，2021年一季度，公司在建工程项目支出款项较多，导致当期投资活动现金流呈较大净流出状态，由于目前公司在建拟建项目较多，尚需投资金额较大，需关注后续资金支出压力。随着本期债券成功发行，2020年公司筹资活动现金流呈大额净流入状态。

图 3 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

本期债券发行推动公司债务规模增加，但偿债能力指标表现仍较好

随着本期债券成功发行，公司总负债同比大幅增加，2021年3月末负债总额为9.37亿元，其中流动负债占比为48.52%；利润累积推动公司所有者权益增长，但总负债快速增加导致公司2021年3月末产权比率提升至31%。

图 5 公司资本结构

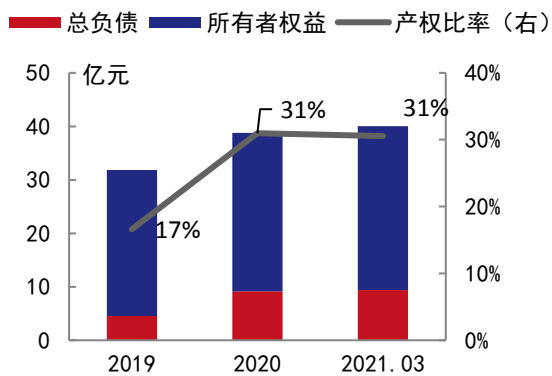
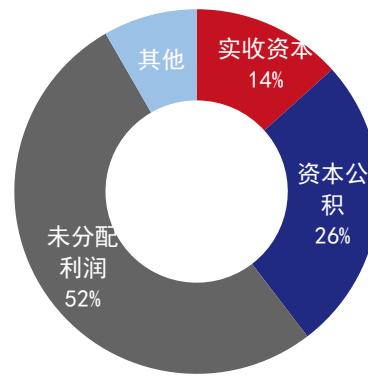


图 6 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

随着公司偿还部分款项，2020年末公司短期借款余额下降至0.27亿元，主要为抵押借款和保证借款，抵押物为房产和土地。公司应付票据全部为应付银行承兑汇票，2020年末余额为0.52亿元。2020年末公司应付账款包括1.62亿元的经营性应付款和0.28亿元的应付工程设备款。2020年末公司其他应付款大幅增加，系应付SPM公司减资款增加所致。公司应付债券为应付本期可转换公司债券，发行金额5.50亿元，2020年末应付债券余额4.44亿元，另有0.99亿元计入其他权益工具科目。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.11	1.15%	0.27	2.89%	0.71	15.55%
应付票据	0.93	9.94%	0.52	5.70%	0.31	6.84%
应付账款	2.01	21.50%	1.89	20.63%	2.19	48.24%
其他应付款	0.66	7.06%	0.67	7.33%	0.13	2.97%
流动负债合计	4.55	48.52%	4.33	47.19%	4.07	89.69%
应付债券	4.44	47.38%	4.44	48.39%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.82	51.48%	4.84	52.81%	0.47	10.31%
负债合计	9.37	100.00%	9.17	100.00%	4.54	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

随着本期债券发行成功，总债务大幅增加，2021年3月末余额为5.48亿元，债务结构调整长期债

务为主。

图7 公司债务占负债比重

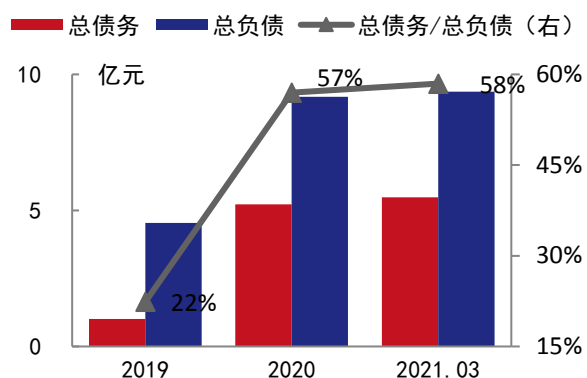
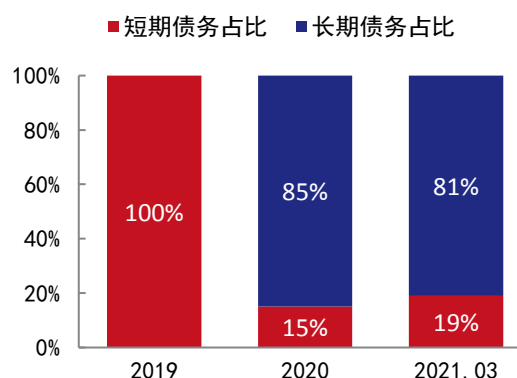


图8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

本期债券发行推动公司资产负债率有所提升，2021年3月末为23.40%，总债务/总资本提升至15.15%。EBITDA对利息保障程度较高，公司目前现金类资产较为充裕，净债务余额为负，现金类资产对债务保障程度较高，整体偿债能力指标表现较好。

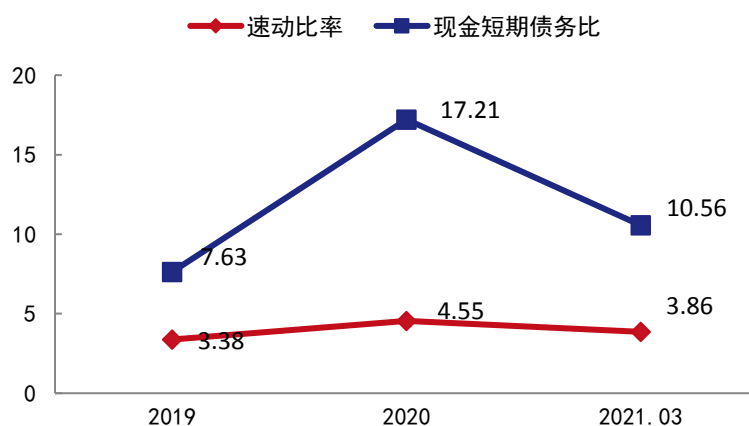
表9 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	23.40%	23.65%	14.25%
净债务/EBITDA	-	-1.61	-1.29
EBITDA 利息保障倍数	-	234.03	76.53
总债务/总资本	15.15%	15.00%	3.59%
FFO/净债务	-	-45.32%	-57.16%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

近年公司速动比率有所波动，但速动资产对流动负债的保障程度高。2020年末公司在各家银行剩余可使用额度19.00亿元，必要时可通过增加银行借款满足资金需求，财务弹性较好。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年4月14日），公司本部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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

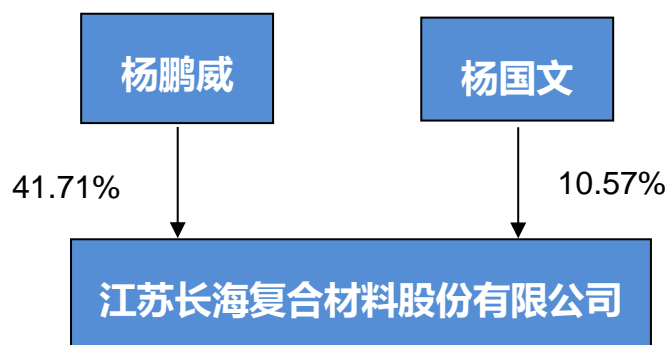
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.17	12.44	6.24	5.41
流动资产合计	19.26	21.34	15.59	14.56
固定资产	15.83	14.62	13.86	14.56
非流动资产合计	20.78	17.44	16.27	16.80
资产总计	40.04	38.78	31.86	31.36
短期借款	0.11	0.27	0.71	1.74
应付票据	0.93	0.52	0.31	0.68
应付账款	2.01	1.89	2.19	2.25
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4.55	4.33	4.07	5.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.12
应付债券	4.44	4.44	0.00	0.00
非流动负债合计	4.82	4.84	0.47	0.61
负债合计	9.37	9.17	4.54	6.10
总债务	5.48	5.23	1.02	2.42
归属于母公司的所有者权益	30.69	29.63	26.79	24.74
营业收入	5.54	20.43	22.10	21.98
净利润	1.06	2.70	2.90	2.62
经营活动产生的现金流量净额	1.15	4.33	3.79	1.95
投资活动产生的现金流量净额	-4.25	-2.02	-0.85	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	-0.18	4.18	-2.07	-2.55
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	33.04%	28.40%	29.13%	25.76%
EBITDA 利润率	-	23.85%	21.83%	18.90%
总资产回报率	-	8.80%	10.62%	10.05%
产权比率	30.54%	30.97%	16.61%	24.13%
资产负债率	23.40%	23.65%	14.25%	19.44%
净债务/EBITDA	-	-1.61	-1.29	-1.06
EBITDA 利息保障倍数	-	234.03	76.53	43.08
总债务/总资本	15.15%	15.00%	3.59%	8.75%
FFO/净债务	--	-45.32%	-57.16%	-72.94%
速动比率	3.86	4.55	3.38	2.28
现金短期债务比	10.56	17.21	7.63	3.04

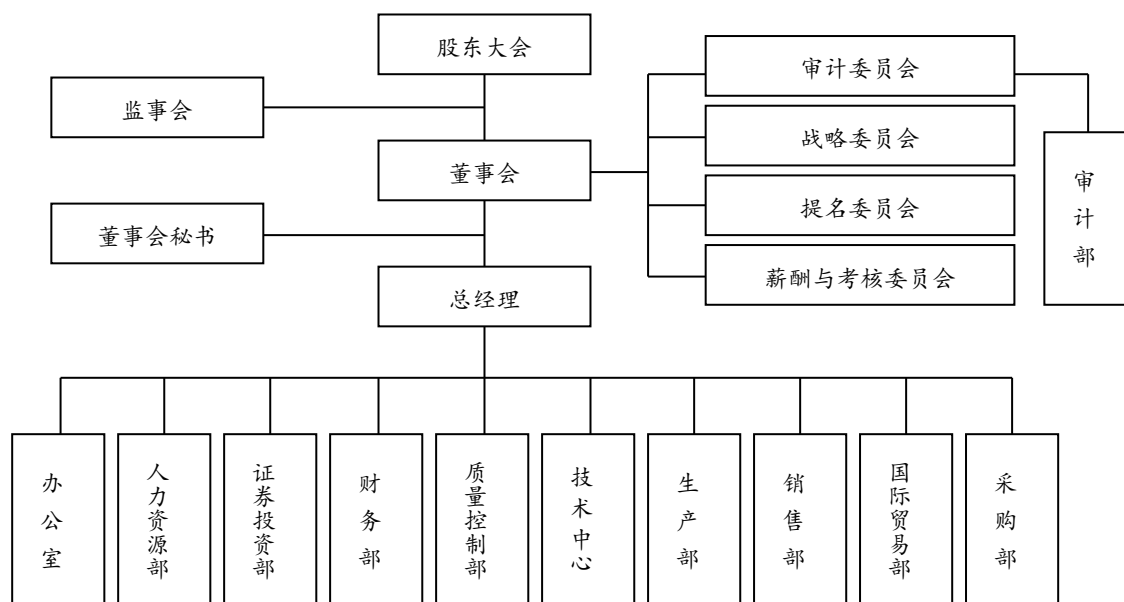
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
常州天马集团有限公司(原建材二五三厂)	100%	21,300	不饱和聚脂树脂的制造等
常州市新长海玻纤有限公司	100%	5,599.94	特种玻璃纤维及制品制造，销售自产产品等
常州长海气体有限公司	100%	1,000	气体研发
长海(香港)有限公司	100%	1,000 万美元	贸易
常州华碧宝特种新材料有限公司	100%	996	工业用特种纺织品的销售等
常州常菱玻璃钢有限公司	83.3%	1,000	高速艇、玻璃钢船舶、铝合金船舶的研发等
常州海克莱化学有限公司	100%	6,398.82	丙烯酸[抑制了的]、甲基丙烯酸[抑制了的]的销售等
常州南海船艇科技有限公司	66.9%	3,000	非金属船舶及玻璃钢制品的研发、设计、生产、技术咨询、技术转让及技术服务等
常州天马复合材料检测技术有限公司	100%	300	质检技术服务。（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）

注：2020年11月23日，公司第四届董事会第十二次会议审议通过了《关于全资子公司吸收合并其子公司的议案》，拟以常州天马集团有限公司为主体吸收合并常州海克莱化学有限公司，吸收合并完成后，常州海克莱化学有限公司独立法人资格注销，截至2021年4月末上述吸收合并事宜尚未完成。

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 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。