



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 2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



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2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
长海转债	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“长海转债”的信用等级为AA。
- 该评级结果是考虑到：公司产业链较为完善，2021年玻纤及制品产销量、收入及毛利率水平平均同比增长，公司现金生成能力较强，偿债能力指标表现较好；同时中证鹏元也关注到公司原材料价格波动对化工业务盈利的影响，拟建项目的资本支出压力以及后续产能消化情况，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。

未来展望

- 公司产业链较为完善，且公司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。

评级日期

2022年06月02日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	50.16	46.97	38.78	31.86
归母所有者权益	37.22	34.94	29.63	26.79
总债务	6.82	6.39	5.23	1.02
营业收入	7.54	25.06	20.43	22.10
EBITDA 利息保障倍数	-	34.29	234.03	76.53
净利润	2.28	5.72	2.70	2.90
经营活动现金流净额	1.26	5.98	4.33	3.79
销售毛利率	38.81%	33.72%	28.40%	29.13%
EBITDA 利润率	-	30.49%	23.85%	21.83%
总资产回报率	-	15.40%	8.80%	10.62%
资产负债率	25.86%	25.69%	23.65%	14.25%
净债务/EBITDA	-	-0.40	-1.61	-1.29
总债务/总资本	15.50%	15.47%	15.00%	3.59%
FFO/净债务	-	-200.93%	-45.32%	-57.16%
速动比率	2.64	2.55	4.55	3.38
现金短期债务比	5.26	5.70	17.21	7.63

资料来源：公司2019-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司产业链较为完善，为细分领域龙头。**公司拥有以玻纤纱、玻纤制品及玻纤复合材料为主的纵向产业链，以及以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”）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，公司产品主要在产业链中游，为湿法薄毡等细分领域龙头。
- **2021年以来玻璃纤维及制品下游景气度较高叠加新生产线投产，公司产销量、收入及利润水平同比增长。**2021年以来下游市场汽车、电子、风电及出口的轮番持续拉动，玻璃纤维及制品市场保持价量齐涨的高景气发展走势，叠加生产能力提升，公司玻璃纤维及制品产销量同比均有所提升，叠加产品价格上涨，推动公司玻纤及制品收入及利润水平均有较明显提升。
- **现金生成能力较强，偿债能力指标表现较好。**2021年公司仍保持较好的业务回款情况，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

- **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，受原材料价格上涨影响，2021年公司化工制品毛利率同比下降 5.83 个百分点。
- **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。**公司拟建项目包括 60 万吨玻纤智能制造项目、总产能 10 亿平方米的 5 条薄毡生产线中剩余 3 条、3 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线升级改造项目等，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。
- **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。**目前出口运费高和海运资源短缺的问题尚未消退，海外疫情仍持续蔓延，国际经济环境日趋复杂，需关注海外业务后续的不确定性。此外，公司出口业务主要结算货币为美元，需关注未来汇率波动可能造成的汇兑损失。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
业务状况评估结果		强	盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
	指示性信用评分			aa+	
			财务状况评估结果	最小	



调整因素	影响偿债能力的重大特殊事项	调整幅度	-1
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-7	罗力、刘玮	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2020-7-1	罗力、刘玮	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)、企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
长海转债	5.50	5.50	2021-6-07	2026-12-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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。本期债券募集资金已使用完毕，公司已于2022年2月注销募集资金专项账户。

三、发行主体概况

2021年以来公司名称未发生变更，由于本期债券部分转股，2022年3月末公司股本增加至40,871.48万股，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%股权，为公司控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司部分董事、监事和高级管理人员发生变动，主要包括2021年10月公司新聘任费伟炳先生为公司董事会秘书，原董事会秘书职责由公司董事长代为履行。2022年5月公司董事会和监事会完成换届，原9名董事中3名独立董事和1名非独立董事戚稽兴不再担任董事，原5名监事中1名监事许耀新不再担任监事，戚稽兴先生和许耀新先生不再担任董事或监事后仍在公司任职，此次调整主要出于人才年龄结构考虑。

2021年2月公司注销原子公司长海（香港）有限公司，该公司未开展实际经营，截至2022年3月末公司合并范围内子公司共8家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

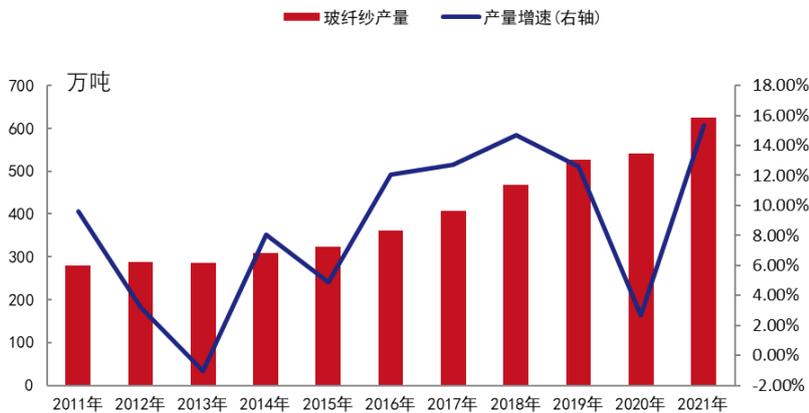
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。

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，2021年玻纤纱产量增速显著回升，内外需市场同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、泰山玻纤、重庆国际、山东玻纤、四川威玻和长海股份为代表的国内前六大供应商，占据了我国玻璃纤维行业80%左右的产能。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。

2021年我国玻璃纤维纱总产量624万吨，同比增长15.2%，两年平均增速为8.8%，增速保持在合理范围内。受“双碳”发展战略影响，国内新能源汽车、建筑节能、电子电器及风电新能源等领域需求开始持续发力，同时海外市场受新冠疫情影响供需失衡严重，外贸出口重回上升通道，2021年各品种玻纤纱轮番出现供不应求和价格上调，行业在产能扩张明显加速的基础上，各品种产品价格保持高位运行，全年经济效益大幅提升。据国家统计局数据，2021年我国玻璃纤维及制品全行业主营业务收入（不含玻璃纤维增强复合材料制品）同比增长21.4%，利润同比增长95.5%，行业盈利水平处于历史高位。

图 1 2021 年玻纤纱产量增速大幅回升


资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

2021年部分下游行业对玻纤制品需求提升，但需警惕行业产能过剩

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，能够替代钢、铝、木材、水泥、PVC 等多种传统材料，广泛应用于轨道交通、建筑与基础设施建设、电子电器、环保等产业。从我国玻纤下游市场分布来看，建筑材料、电子电器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%。2021年作为交通运输领域的汽车轻量化替代品和以覆铜板为代表的玻纤制品需求增长较快。

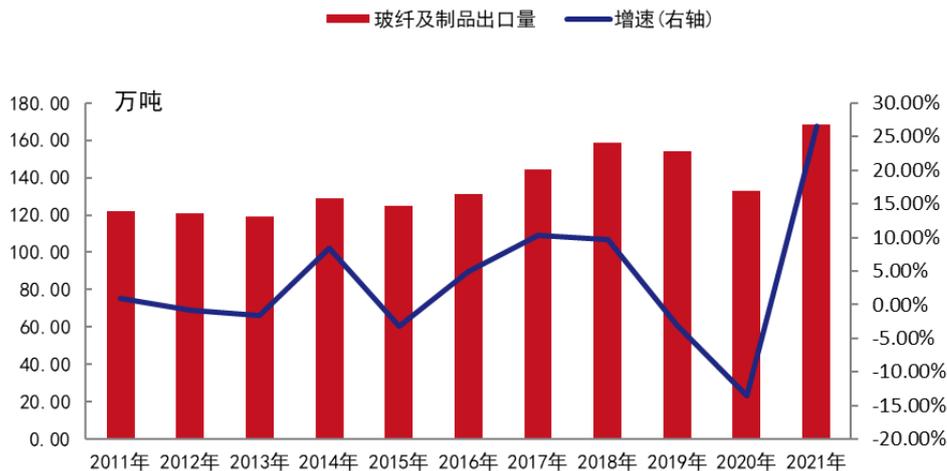
2021年我国汽车产量同比增长3.4%，其中新能源汽车产量达到354.5万辆，同比增长160%，带动汽车用各类热塑性复合材料制品快速增长。在汽车轻量化发展趋势下，国内热塑性复合材料市场需求提升空间仍较大，根据中国复合材料信息网，当年我国整车配件上复合材料应用比例仅占8%-12%左右，而国外应用比例达到20%-30%，随着汽车轻量化发展，车用玻纤复合材料需求仍将有较大空间。对于新能源汽车，轻量化不仅能够节能降耗，还可以通过增加续航里程，减少动力电池的更换次数，从而降低电池使用成本。在目前电池成本高、关键技术尚未突破背景下，新能源汽车对轻量化的需求显得更为迫切。处于高增长的新能源汽车将有力拉动玻纤轻量化材料需求。

在电子材料行业，玻纤材料主要被应用于制造玻纤布基覆铜板，为配合国家智能制造战略实施，我国电子材料行业产能扩张明显加速，据中国电子材料行业协会覆铜板材料分会统计，2020年国内刚性覆铜板产能规模达到86,744万平方米，同比增长12.0%，2021年玻纤布基覆铜板项目投产、开工建设和立项产能分别达到5,350万平方米/年、20,266万平方米/年和9,444万平方米/年，产能增速明显加快。覆铜板行业投建规模增加，一定程度带动电子玻纤毡布制品需求增长。

2021年我国玻璃纤维及制品出口总量达到168.3万吨，同比增长高达26.6%；出口金额30.58亿美元，同比增长49.3%。因疫情影响，海外玻璃纤维及制品消费市场需求强劲，下游用户纷纷转向中国玻璃纤维及制品企业寻求产能供应。其中，出口占比最高的为玻璃纤维纱，2021年出口总量达到74.3万吨，同

比增长32.9%，出口占比达到44%；出口增速最快的为短切玻璃纤维，2021年出口总量达到21.5万吨，同比涨幅达到53.6%。此外，玻璃纤维原料球、窄幅机织物、其它玻璃纤维制机织物、玻璃纤维毡（450克以上）、玻璃纤维制纤维垫及其它玻璃纤维制品出口增速均超过20%。

图 2 2021 年出口量回升



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

但值得关注的是，自2020年年中开始，玻璃纤维及制品行业进入高景气发展周期，随着各类产品价格持续走高和行业整体利润水平不断攀升，行业企业产能扩充意愿日渐强烈，在国家持续实施严格能耗“双控”政策影响下，部分池窑新建或冷修扩建项目被迫延期投产，尽管如此，2021年内完成的新建及冷修扩建投产池窑仍达到15座，新增产能90.2万吨，截至2021年末，国内池窑在产产能已超过610万吨，且后续仍有大量池窑新建和冷修扩建项目，因此需警惕因产能过快增长而造成市场供需失衡和恶性竞争。

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。公司营业收入还包括玻璃钢制品和气体，其中玻璃钢制品为公司主要产业链的延伸，业务规模较小，气体业务在保障公司自用的前提下进行销售。

得益于下游产业恢复及出口拉动，2021年公司玻璃纤维及化工等主要产品收入有所增长，推动营业收入同比增长22.71%，玻璃纤维及制品价格上涨推动该业务毛利率及公司销售毛利率较2020年有所提升。

2022年一季度玻璃纤维及制品市场价格延续涨势，公司销售毛利率进一步提高。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
玻璃纤维及制品	6.04	43.58%	17.24	40.85%	13.31	31.13%
化工制品	1.33	19.77%	6.82	17.12%	6.10	22.95%
玻璃钢制品	0.16	20.26%	0.94	23.44%	0.98	27.54%
气体	0.01	-21.46%	0.06	36.36%	0.03	-41.20%
合计	7.54	38.81%	25.06	33.72%	20.43	28.40%

资料来源：公司2021年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

2021年以来玻璃纤维及制品下游景气度较高叠加新生产线投产，公司产销量、收入及毛利率水平均同比增长，拟建项目建成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及项目建设的资金压力

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，2021年公司研发投入1.03亿元，同比增长23.41%，2021年末公司拥有发明专利36项，较2020年末增加3项。

公司玻璃纤维纱采用连续生产方式、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。随着本期债券募投项目“10万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线”建成投产，并逐步释放产能，截至2022年3月末公司玻璃纤维纱年产能达到30万吨，此外公司5条薄毡生产线项目于2021年建成第二条，推动公司薄毡年生产能力提升6,000万平方米。

2021年以来下游市场汽车、电子、风电及出口的轮番持续拉动，玻璃纤维及制品市场保持价量齐涨的高景气发展走势，叠加生产能力提升，公司玻璃纤维及制品产销量同比均有所提升，2021年公司产销量分别提升10.67%和4.02%，且仍维持较高产销率；销量增长叠加产品价格提升，推动公司2021年玻纤及玻纤制品实现收入17.24亿元，同比增长29.47%，毛利率提升9.73个百分点。

2022年一季度市场景气度持续，公司产品产销量同比进一步增长。2021年以来公司产品保持较高产销率，但由于2022年一季度产能提升较多，当期产能利用率有所下降。

表2 近年公司玻璃纤维及制品产销情况

产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
玻璃纤维及制品	产能（万吨）	7.5	21.25	20.0
	产量（万吨）	6.52	21.03	19.01

产能利用率	86.93%	98.99%	95.03%
销量（万吨）	6.35	20.41	19.62
产销率	97.39%	97.03%	103.23%
库存（万吨）	1.61	1.44	0.81

注：1、公司披露的产能为公司玻璃纤维纱生产能力；2、2022年1-3月玻璃纤维及制品产能按季度调整，全年产能为30万吨；3、公司产品产能、产量、销量、库存等数据均已经过四舍五入，下同。

资料来源：公司提供

目前公司拟建项目较多，其中60万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目，该项目计划总投资63.47亿元，其中公司拟用自有资金投资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，截至2022年4月末公司已竞得拟实施该项目的土地，但尚需政府立项核准、环评和施工许可等前置审批工作，尚未开始建设；5条薄毡生产线项目现已完成2条生产线并已投产，剩余3条将根据市场需求逐步投建，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，天马集团拟将原有的一条年产3万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线升级改造为一条年产8万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物生产线，项目总投资5.99亿元，公司将根据市场情况择机建设。整体来看，公司拟建生产线数量及涉及产能较多且项目投资金额较大，需关注未来产能消化情况及项目建设的资金压力。

受化工制品产能下降及下游需求影响，产品产销量同比减少，原材料价格提升带动公司产品价格及收入上涨，但盈利能力有所下降；化工制品原料价格波动频繁，增加了公司成本控制难度，需关注原料价格波动对公司利润的影响

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。

2021年子公司天马集团对原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改扩建，截至2021年末项目已经建成，目前处于少量试生产阶段；同时子公司常州海克莱化学有限公司（以下简称“海克莱”）根据区域发展建设需要关闭搬迁位于滨江化工园区内的生产线，涉及产能2万吨/年，受此影响，2021年公司化工制品年产能下降至10.56万吨。

表3 近年公司化工制品产销情况

产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
化工制品	产能（万吨/年）	2.64	10.56	15.06
	产量（万吨）	1.29	7.95	9.00
	产能利用率	48.86%	75.26%	59.76%
	销量（万吨）	1.22	8.01	8.99
	产销率	96.83%	100.79%	99.88%
	库存（万吨）	0.32	0.25	0.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于海克莱主要生产丙烯酸羟乙酯、丙烯酸羟丙酯、甲基丙烯酸羟乙酯、甲基丙烯酸羟丙酯等产品，和天马集团所生产产品有差异，2021年初生产线关闭上述产品产量大幅下降，同时受下游市场需求一般影响，2021年公司化工制品产销量同比均有所下降。2022年1-3月公司化工制品产销量进一步下降。

公司化工产品的主要成本为直接材料，占比超过90%。不饱和聚酯树脂原材料主要包括乙烯类单体、二元醇、饱和二元酸（酐）、不饱和二元酸（酐）等。从主要原材料采购情况来看，2021年苯乙烯等化工原料采购价格大幅上涨，均价由2020年的5,240.54元/吨上涨到2021年的7,828.89元/吨，受原材料价格上涨影响，化工制品产品价格同步提升，推动该业务收入规模增加，但由于公司产品定价随行就市并锁定单吨利润，原料价格上涨导致毛利率下降，2021年公司化工制品毛利率为17.12%，同比下降5.83个百分点。

近年化工原料价格波动较大，需关注后续原材料价格波动对公司成本及利润水平的影响。目前天马集团不饱和树脂生产线改造已完工，全面投产后可形成年产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，但需关注后续产能消化情况。

公司主要客户较为分散，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。近年公司主要客户较为稳定，但客户整体较为分散，2021年前五大主要客户销售收入合计2.16亿元，占公司营业收入的比重为8.63%，其中第一大客户占营业收入的比重为2.05%。

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。2021年随着各国疫苗普及驱动经济复苏，公司出口贸易总额同比增长38.70%，但目前出口运费高和海运资源短缺的问题尚未消退，海外疫情仍持续蔓延，国际经济环境日趋复杂，需关注海外业务后续的不确定性。此外，公司出口业务主要结算货币为美元，汇率波动影响海外报价，2021年公司产生汇兑损失1,539.25万元，虽通过远期结售汇等方式可实现一定对冲，但仍需关注若未来人民币对美元的汇率不稳定对公司汇兑损益产生影响。

表4 公司营业收入分区域构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
国内	19.44	77.54%	16.37	80.13%
国外	5.63	22.46%	4.06	19.87%
合计	25.06	100.00%	20.43	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

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 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021 年公司合并范围减少子公司 1 家，系注销了长海（香港）有限公司，2022 年 1-3 月公司合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，固定资产占比仍较大，资产流动性减弱

随着公司债务规模扩大及利润累积，公司资产规模持续增长，2022 年 3 月末资产总额为 50.16 亿元；由于新增生产线，固定资产大幅增长，公司资产结构调整以非流动资产为主，2022 年 3 月末占比为 54.28%。

由于建设生产线投入增加，2021 年末公司货币资金下降至 7.51 亿元，其中 643.27 万元为远期结汇保证金及保函保证金，使用受限。2021 年末公司交易性金融资产主要包括短期理财产品 2.17 亿元和权益工具投资 0.30 亿元。2021 年末公司应收账款账面余额 4.64 亿元，随着业务规模扩大有所增长，计提坏账准备 0.47 亿元，其中按单项计提坏账准备 0.22 亿元，需关注应收款项的回收风险；从账龄看，一年内的占比为 87.40%；从对象看，由于公司主要客户较为分散，前五大应收对象占应收账款余额的比重为 9.83%。公司应收款项融资全部为应收银行承兑汇票，2021 年末公司已终止确认银行承兑汇票 2.23 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厂房、设备及窑池所需铂铑贵金属等，2021 年随着公司新建生产线及购入铂铑贵金属，固定资产账面价值大幅增加。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.38	16.71%	7.51	15.98%	12.44	32.07%
交易性金融资产	2.77	5.52%	2.47	5.26%	1.11	2.86%
应收账款	5.32	10.60%	4.17	8.88%	3.47	8.96%
应收款项融资	3.65	7.29%	3.33	7.10%	2.48	6.39%
流动资产合计	22.93	45.72%	20.24	43.10%	21.34	55.04%
固定资产	23.10	46.06%	23.08	49.14%	14.62	37.71%
非流动资产合计	27.23	54.28%	26.72	56.90%	17.44	44.96%
资产总计	50.16	100.00%	46.97	100.00%	38.78	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

整体来看，公司资产规模进一步增长，仍以固定资产为主且随着新生产线建成占比进一步增加，公司资产流动性有所减弱，同时2021年末应收账款和应收款项融资合计占资产比重为15.98%，对公司资金形成占用，需关注回收风险。

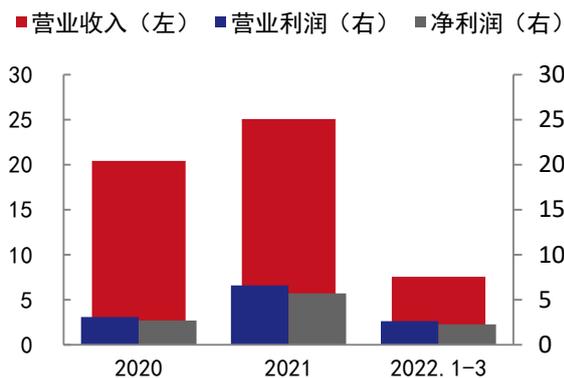
盈利能力

玻纤及制品价量齐升推动公司盈利能力明显提升

公司收入主要来自于玻纤及玻纤制品、化工产品等，2021年公司玻纤及玻纤制品价量齐升推动该业务收入及毛利率同比均有所增长，原料价格上涨对公司化工产品价格形成支撑，推动收入上涨，但毛利率有所下降，受以上因素综合影响，2021年公司利润水平大幅增长，得益于此，2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率均明显提高。

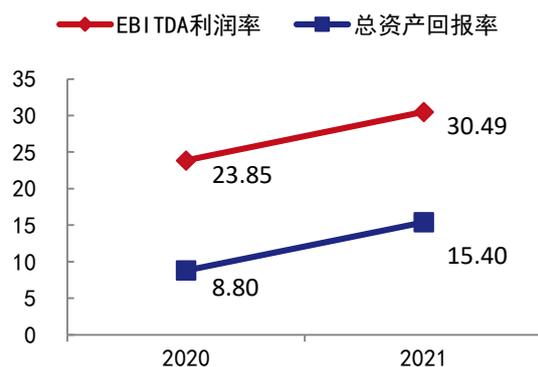
2022年一季度，玻纤及玻纤制品高景气度持续，公司收入及销售毛利率同比保持增长。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

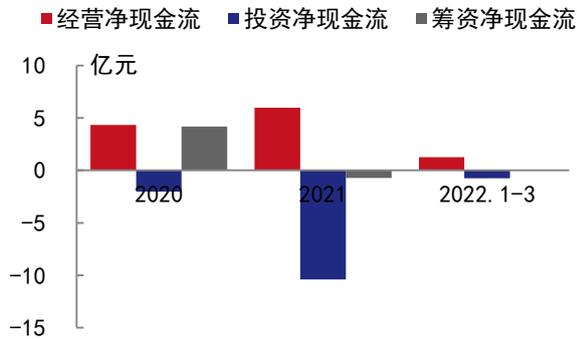
现金流

2021年公司主业现金生成能力进一步增强，较大的项目建设支出导致投资活动现金大额净流出，目前公司仍有较多拟建项目，后续需关注资金支出压力

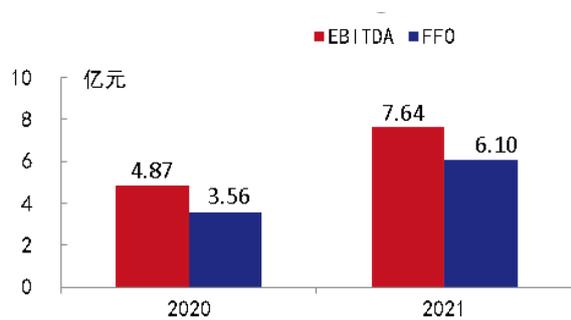
得益于收入规模及主业回款能力提升，2021年公司经营活动现金净流入5.98亿元，同比增长37.99%；EBITDA和FFO均有所增长，主业现金生成能力进一步增强。

投资活动方面，2021年推动并完成本期债券募投项目等项目建设，项目建设支出较大，导致投资活动呈大额净流出状态。由于公司目前拟建项目较多，尚需投资规模较大，需关注后续资金支出压力。

2021年公司筹资活动呈净流出状态，主要为偿还债务本息及分配股利所致。

图 5 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

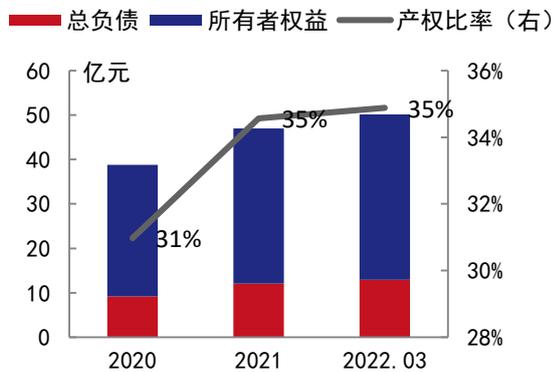
图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

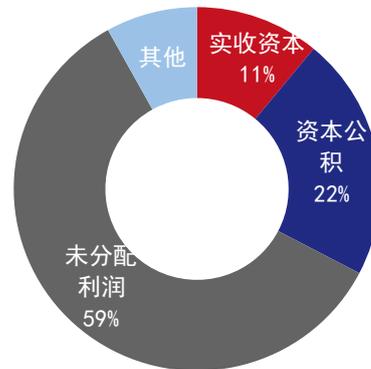
资本结构与偿债能力

公司总债务有所增加，但偿债能力指标表现仍较好

2022年3月末公司负债总额增加至12.97亿元，其中流动负债占比为59.71%。利润累积推动公司所有者权益增长，但总负债增幅较大，导致2022年3月末产权比率提高至35%。

图 7 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 8 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

随着公司偿还部分借款，2021年末公司短期借款余额下降至10.00万元，全部为信用借款。公司应付票据全部为应付银行承兑汇票，随着公司业务规模扩大有所增加。2021年末公司应付账款包括应付经营性款项2.43亿元和应付设备款1.44亿元，由于公司建设新生产线购入设备较多导致余额大幅增长。公司应付债券为应付本期债券，发行金额5.50亿元，受计提利息、摊销、付息、转股等因素影响，2021年末余额增加至4.64亿元，另有0.99亿元计入其他权益工具。

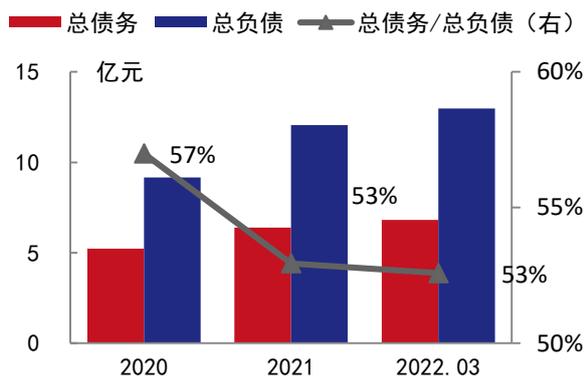
表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.01%	0.00	0.01%	0.27	2.89%
应付票据	2.12	16.36%	1.75	14.47%	0.52	5.70%
应付账款	3.98	30.68%	3.87	32.06%	1.89	20.63%
流动负债合计	7.75	59.71%	7.07	58.56%	4.33	47.19%
应付债券	4.70	36.22%	4.64	38.46%	4.44	48.39%
非流动负债合计	5.23	40.29%	5.00	41.44%	4.84	52.81%
负债合计	12.97	100.00%	12.06	100.00%	9.17	100.00%

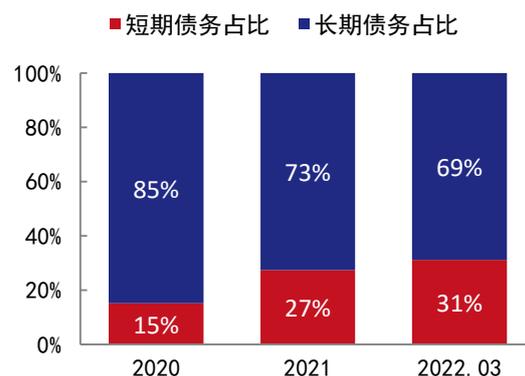
注：2021年末及2022年3月末公司短期借款余额均为10.00万元

资料来源：公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2022年3月末公司总债务6.82亿元，规模增加主要系应付票据增加所致，公司债务以长期为主，但短期债务余额及占比有所提升。

图9 公司债务占负债比重


资料来源：公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图10 公司长短期债务结构


资料来源：公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

受应付票据及应付账款增加影响，公司资产负债率略有上升，2021年末为25.69%，总债务/总资本略增加至15.47%。由于本期债券于2020年12月发行，当期产生利息较少，而2021年利息规模较大导致EBITDA利息保障倍数大幅下降，但保障程度仍较好。由于公司债务规模不大，2021年末净债务余额为负，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7 公司杠杆状况指标

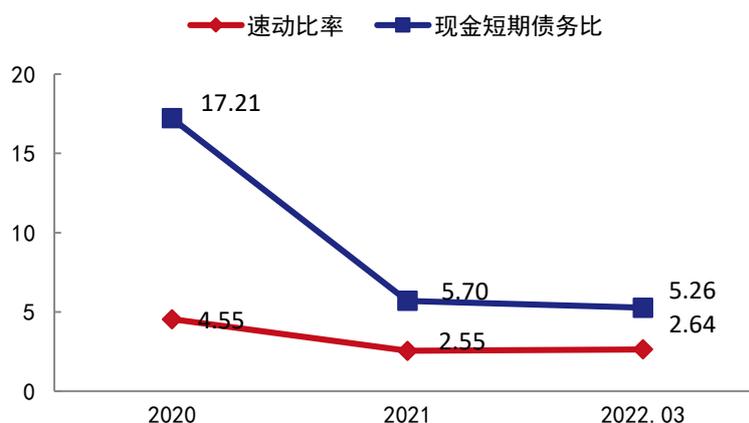
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	25.86%	25.69%	23.65%
净债务/EBITDA	-	-0.40	-1.61
EBITDA利息保障倍数	-	34.29	234.03
总债务/总资本	15.50%	15.47%	15.00%

FFO/净债务	--	-200.93%	-45.32%
---------	----	----------	---------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司应付账款及应付票据增加导致流动负债增加，速动比率下降，但速动资产对流动负债保障程度仍较好，同时公司现金类资产仍能对短期债务提供较高保障。2021年末公司在各家银行剩余授信额度 15.07 亿元，必要时可通过增加银行借款满足资金需求，财务弹性较强。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 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 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 4 月 13 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；公司公开发行的“长海转债”均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

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。2021 年以来玻璃纤维及制品下游景气度较高叠加新生产线投产，公司产销量、收入及利润水平均同比增长。同时公司近年保持了较好的现金生成能力，2021 年公司经营活动现金净流入金额进一步提升，各项偿债能力指标表现较好。

但由于化工制品原材料占成本比重大，且原材料价格波动较大，需关注原材料价格波动对公司化工业务毛利率水平的影响。由于公司有较多计划新增产能，需关注后续产能消化情况和资本支出压力。此外，目前出口运费高和海运资源短缺的问题尚未消退，海外疫情仍持续蔓延，国际经济环境日趋复杂，

需关注海外业务后续的不确定性以及汇率波动对公司利润的影响。

九、结论

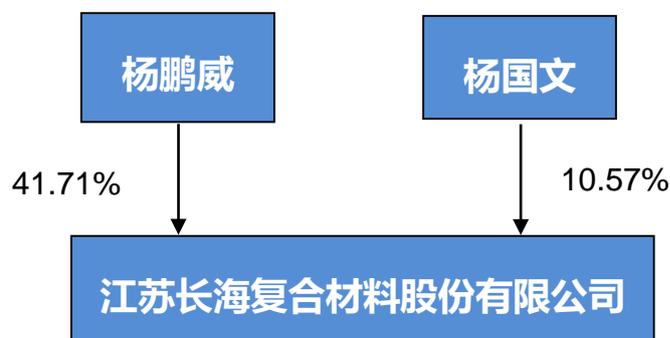
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“长海转债”的信用等级为AA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	8.38	7.51	12.44	6.24
应收账款	5.32	4.17	3.47	3.46
流动资产合计	22.93	20.24	21.34	15.59
固定资产	23.10	23.08	14.62	13.86
非流动资产合计	27.23	26.72	17.44	16.27
资产总计	50.16	46.97	38.78	31.86
短期借款	0.00	0.00	0.27	0.71
应付票据	2.12	1.75	0.52	0.31
应付账款	3.98	3.87	1.89	2.19
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	7.75	7.07	4.33	4.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	4.70	4.64	4.44	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	5.23	5.00	4.84	0.47
负债合计	12.97	12.06	9.17	4.54
总债务	6.82	6.39	5.23	1.02
归属于母公司的所有者权益	37.22	34.94	29.63	26.79
营业收入	7.54	25.06	20.43	22.10
净利润	2.28	5.72	2.70	2.90
经营活动产生的现金流量净额	1.26	5.98	4.33	3.79
投资活动产生的现金流量净额	-0.75	-10.40	-2.02	-0.85
筹资活动产生的现金流量净额	0.08	-0.72	4.18	-2.07
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	38.81%	33.72%	28.40%	29.13%
EBITDA 利润率	-	30.49%	23.85%	21.83%
总资产回报率	-	15.40%	8.80%	10.62%
产权比率	34.88%	34.56%	30.97%	16.61%
资产负债率	25.86%	25.69%	23.65%	14.25%
净债务/EBITDA	-	-0.40	-1.61	-1.29
EBITDA 利息保障倍数	-	34.29	234.03	76.53
总债务/总资本	15.50%	15.47%	15.00%	3.59%
FFO/净债务	-	-200.93%	-45.32%	-57.16%
速动比率	2.64	2.55	4.55	3.38
现金短期债务比	5.26	5.70	17.21	7.63

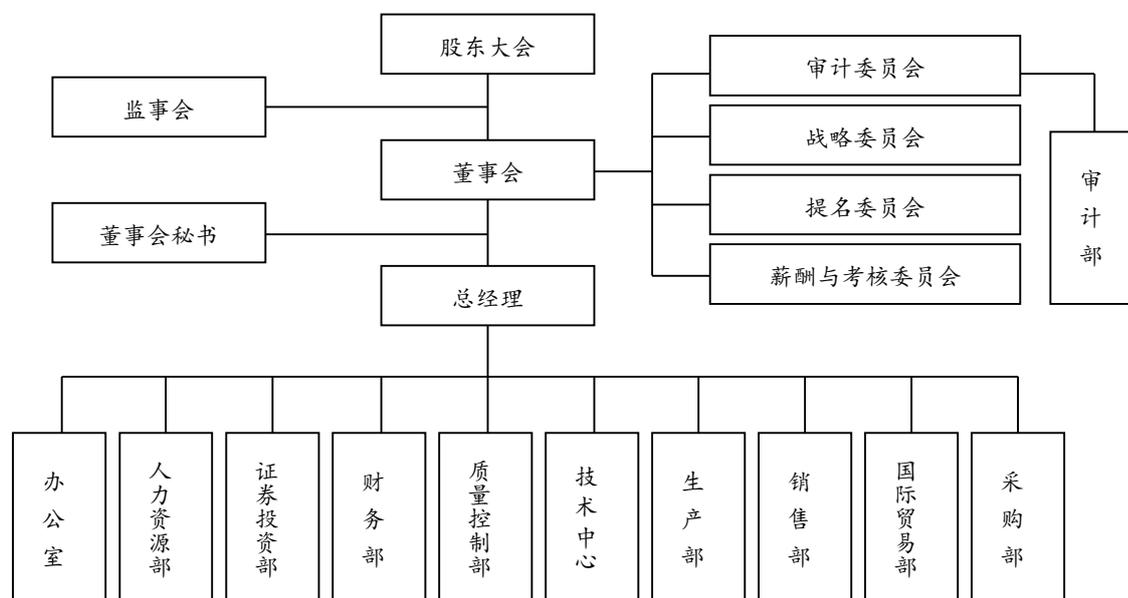
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
常州天马集团有限公司（原建材二五三厂）	100%	21,300	不饱和聚酯树脂的制造等	非同一控制下企业合并
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	设立
常州长海气体有限公司	100%	1,000	气体研发	设立
常州常菱玻璃钢有限公司	100%	1,000	生产玻璃钢制品、玻璃纤维及其制品、玻璃钢冷却塔及其配套件等	设立
常州海克莱化学有限公司	100%	6,398.82	化工产品销售（不含许可类化工产品）；货物进出口等	非同一控制下企业合并
常州华碧宝特种新材料有限公司	100%	996	工业用特种纺织品(除纯毛纺织、棉纺织)和新型装饰材料的销售等	非同一控制下企业合并
常州南海船艇科技有限公司	66.90%	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；船艇、船用器械、船用配件的销售等	非同一控制下企业合并
常州天马复合材料检测技术有限公司	100%	300	质检技术服务	设立

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	未受限货币资金+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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

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。