

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 2023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2023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

- 本次评级结果是考虑到：江苏长海复合材料股份有限公司（以下简称“公司”或“长海股份”，股票代码：300196.SZ）是国内玻纤行业主要生产企业之一，产品具有一定的竞争力，且公司现金生成能力较强，资本结构较为稳健；同时中证鹏元也关注到 2022 年下半年以来玻纤行业景气度转弱，对公司经营业绩有所冲击，原材料价格波动对化工制品盈利水平有所影响，以及公司计划新增较大规模的产能，存在一定新增产能无法充分消纳风险及资本支出压力。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	57.06	55.69	46.97	38.78
所有者权益	43.32	42.50	34.94	29.63
总债务	9.06	7.65	6.39	5.23
营业收入	6.03	30.17	25.06	20.43
净利润	0.81	8.16	5.72	2.70
经营活动现金流净额	1.06	5.62	5.98	4.33
净债务/EBITDA	--	-0.97	-0.40	-1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	37.95	34.29	234.03
总债务/总资本	17.32%	15.28%	15.47%	15.00%
FFO/净债务	--	-81.11%	-200.42%	-50.12%
EBITDA 利润率	--	29.55%	30.49%	23.85%
总资产回报率	--	16.66%	15.40%	8.80%
速动比率	3.58	3.71	2.55	4.55
现金短期债务比	5.33	14.08	5.70	17.21
销售毛利率	27.79%	33.38%	33.72%	28.40%
资产负债率	24.18%	23.77%	25.69%	23.65%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负所致。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2023 年 6 月 1 日

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司是国内玻纤行业主要生产企业之一，产品种类较为齐全，为细分领域龙头企业，产品具有一定竞争力。**公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，2021年产能居全国第五位，具有一定的品牌认知度，公司拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链，产品种类较为齐全，为短切毡及湿法薄毡细分领域龙头，产品具有一定的竞争力。
- **公司现金生成能力仍较强，资本结构较为稳健。**2022年上半年玻纤行业仍处于较高景气度，带动当年公司营业收入及利润保持增长，2022年公司销售回款仍较顺畅，经营活动现金保持较大规模净流入态势，此外，公司财务杠杆水平较低，净债务持续为负，现金短期债务比处于较高水平，偿债指标表现较好。

关注

- **2022年下半年玻纤行业景气度转弱，玻纤产品价格快速走低，对公司玻璃纤维及制品盈利有所冲击。**随着玻纤行业产能扩张，而下游需求有所趋弱，2022年下半年玻纤行业景气度转弱，玻纤价格快速走低，受此影响，公司玻璃纤维及制品盈利水平明显压缩，2023年一季度营业收入规模也有所下降。
- **需关注后续原料价格波动对化工制品毛利率水平的影响。**公司化工制品原材料占化工制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，2022年公司化工制品毛利率较上年仍有一定下滑。
- **公司计划新增产能规模较大，存在一定新增产能无法充分消纳风险及资本支出压力。**公司在建60万吨玻纤智能制造基地项目，计划总投资达63.47亿元，其中一期建设产能为30万吨，2022年末已投资为3.60亿元，未来仍计划建设3条薄毡生产线项目及3万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线升级改造年产8万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物生产线项目，计划新增产能及投资规模较大，在玻纤行业景气度转弱的形势下，存在一定的新增产能无法充分消纳风险以及资本支出压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内玻纤行业的主要生产企业之一，产品具有一定竞争力，预计公司经营及财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	中国巨石	中材科技	山东玻纤	公司
总资产	486.34	468.89	50.46	55.69
营业收入	201.92	221.09	27.81	30.17
净利润	68.20	37.71	5.36	8.16
销售毛利率	35.60%	25.54%	28.62%	33.38%
资产负债率	40.79%	51.92%	43.74%	23.77%

注：以上各指标均为2022年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	评分要素	评分	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	9/9
	行业风险状况	4/5	杠杆状况	9/9
	经营状况	4/7	盈利状况	非常强
业务状况评估结果	4/7	财务状况评估结果	9/9	
调整因素	ESG 因素		0	
	重大特殊事项		0	
	补充调整		0	
个体信用状况			aa	
外部特殊支持			0	
主体信用等级			AA	

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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	2022-6-2	罗力、刘玮	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)	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	2022-6-2	2026-12-23

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5.5亿元可转换公司债券，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

跟踪期公司名称未发生变更，由于本期债券部分转股，2023年3月末公司股本增加至40,871.60万股，公司第一大股东仍为杨鹏威，其和杨国文为一致行动人（杨国文与杨鹏威系父子关系），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。

2022年7月，公司将常州长海气体有限公司（以下简称“长海气体”）100%股权以1,062.39万元转让给江苏天泰特种气体有限公司，长海气体主要从事氧气的生产，其股权对外转让后，所生产的氧气仍主要供应给公司，对公司业务影响小，截至2022年末公司合并范围内子公司共7家，详见附录四，公司仍主要从事玻纤制品、玻纤复合材料、树脂等产品的研发、生产和销售。

表1 2022 公司合并报表减少的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不在纳入的原因
常州长海气体有限公司	100%	1,000	气体研发	股权转让

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月

同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

玻璃纤维制品行业市场集中度较高，存在一定进入壁垒，2022年玻纤纱产量虽仍保持较高增速，但受行业的扩产及下游需求趋弱的影响，2022年下半年以来行业景气度有所回落，玻纤价格快速走低，需警惕产能过剩风险

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，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，根据卓创资讯数据，2021年中国巨石、泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）、重庆国际复合材料股份有限公司（以下简称“重庆国际”）产能占全国产能的比重分别为33%、15%和13%，合计达61%，山东玻纤和长海股份产能分别居全国第四及第五位，占全国产能的7%和4%。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。

玻纤下游应用领域广泛，广泛应用于建筑与基础设施建设、轨道交通、汽车、电子电器、环保等产业。建筑业是玻纤应用最传统也是需求最大的领域，主要包括基建和房地产两大部分，涉及建筑承载工程中的加固材料、建筑保温、道路土工、电气绝缘等用途，2022年以来房地产行业景气度仍较低，对玻纤需求有所冲击，2023年1-3月房地产未改下降趋势，商品房销售面积、房地产开发投资分别同比下降1.8%和5.8%。基建方面，2022年以来我国基建投资增速达11.52%，专项债前置发行，加上央行基建类

项目资本金和专项再贷款等结构性政策工具支持，预计2023年基建投资将延续较高增长，2023年1-3月，基础设施建设投资累计同比增速达10.82%。

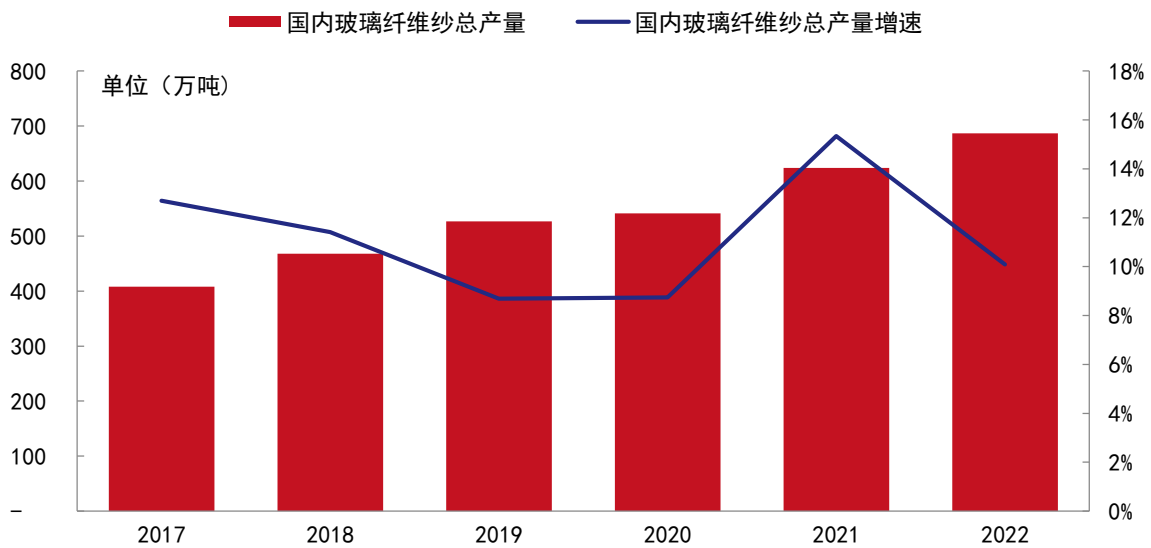
交通运输领域方面，玻璃纤维主要应用在轨道交通装备、汽车制造、其他交通工具制造，在国家大力发展轨道交通的背景下，对玻璃纤维的需求仍较有保障；汽车制造领域也较多的使用玻纤增强复合材料，2022年我国汽车产量同比增长3.4%，其中新能源汽车持续爆发性增长，国内整车配件上的复合材料应用比例较国外仍低较多，在汽车轻量化发展趋势下，可为车用玻纤复合材料需求提供需求空间，玻纤复合材料也应用于飞机、船舶等交通工具的制造。

电子通信、家用电器领域方面，电子通信对玻璃纤维的应用主要在印制电路板和电子产品部件，印制电路板的基础材料覆铜板是以电子级玻璃纤维布为基材，而我国已经成为全球最大的覆铜板产地；家用电器则需使用大量的热塑性塑料，通畅需要加入玻璃纤维等增强材料，此外，玻璃纤维在工业管罐（城市供水管网、污水处理管道、油气输送管道等）以及风力发电叶片制造领域均有所应用。

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。根据中国玻璃纤维工业协会数据，2021年我国玻璃纤维纱总产量624万吨，同比增长15.2%，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%，利润总额同比增长95.5%，达231.4亿元，规模以上玻纤及制品企业整体工业销售利润率为18.65%，行业盈利水平处于历史高位。受前期行业整体利润水平持续走高的影响，2021年下半年起国内再度出现玻纤产能扩张热潮，根据中国玻璃纤维工业协会数据，2022年国内有9座池窑建成投产，新增池窑产能规模达83万吨，行业产能也呈现较快的增长趋势，行业竞争压力逐渐加大，而下游需求有所趋弱，外贸市场需求量亦环比缩减，2022年下半年玻纤行业景气度转弱，玻纤价格快速走低，根据中国玻璃纤维工业协会数据，2022年1-4月直接纱平均价格均在6,000元/吨以上，6月平均价格略低于6,000元/吨，而2022年10月份直接纱平均价格快速降至不及4,000元/吨，行业景气度有所走弱，2022年我国规模以上玻璃纤维及制品企业主营业务收入同比增长2.1%，利润总额同比下降8.8%，规模以上玻纤及制品企业整体工业销售利润率为16.4%，较上年同期减少1.93个百分点，2023年一季度，国内玻纤主要生产企业中国巨石、山东玻纤、长海股份经营业绩较上年同期均有所下滑。

2022年我国玻璃纤维纱总产量687万吨，同比增长10.2%，其中池窑纱总产量达到644万吨，同比增长11.1%。

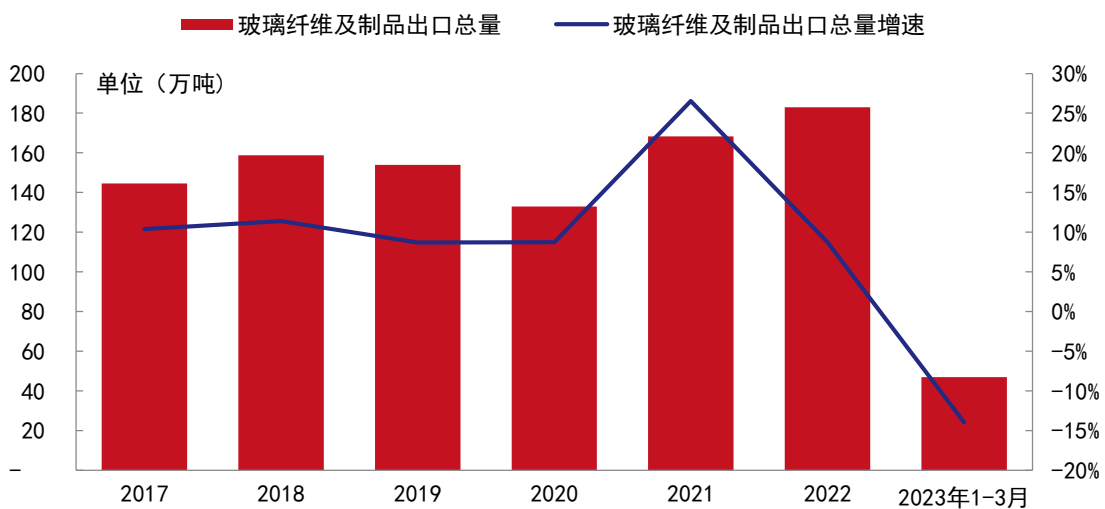
图 1 2022 年玻纤纱产量保持双位数增长，但增速有所下滑



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

出口方面，2022年我国玻璃纤维及制品出口总量达到183万吨，同比增长高达9.0%；出口金额32.9亿美元，同比增长7.9%，其中，出口占比最高的为玻璃纤维无捻粗纱，2022年出口总量达到72.3万吨，同比增长6%。根据中国玻璃纤维工业协会数据，2023年一季度，我国玻璃纤维及制品出口量为46.88万吨，同比下降13.99%，出口金额为7.69亿元，同比下降19.27%，需警惕行业产能过剩风险。

图 2 2022 年玻璃纤维及制品出口量仍保持增长，但增速回落较多，2023 年出口量有所回落



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

公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，产能居全国第五位，具有一定的品牌认知度，为短切毡及湿法薄毡等细分领域龙头企业，产品具有一定的竞争力

公司主要从事玻纤制品及玻纤复合材料的生产，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”）还从事不饱和聚酯树脂、过氧化甲乙酮等化工制品、玻璃钢制品、玻纤纱、玻纤制品的生产，天马集团生产的化工制品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，形成了一定的产业链优势。

2022年上半年玻纤行业景气度维持较高水平，叠加公司产能的释放，产销规模有所增加，公司玻璃纤维及制品收入增长较快，随着行业产能持续扩张，行业竞争压力逐渐加大，而下游需求有所趋弱，外贸市场需求量亦环比缩减，2022年下半年，玻纤行业景气度转弱，玻纤产品价格快速走低，使得公司玻璃纤维及制品2022年下半年销售毛利率较上半年大幅下降，全年销售毛利率比上年同期小幅下降；2022年公司化工制品销售收入较上年总体变化不大，业务毛利率较上年小幅下降，系化工制品产品原材料上涨所致，玻璃钢制品销售收入有一定下滑，2022年7月底，公司以1,062.39万元将持有的常州长海气体有限公司100%股权对外转让，未来将无气体销售收入。2023年一季度公司实现营业收入6.03亿元，同比下降20.01%，销售毛利率为27.79%，较上年同期下降11.02个百分点。

表2 2021-2022年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
玻璃纤维及制品	22.65	75.08%	39.23%	17.24	68.77%	40.85%
化工制品	6.80	22.53%	15.24%	6.82	27.22%	17.12%
玻璃钢制品	0.71	2.34%	21.71%	0.94	3.77%	23.44%
气体	0.02	0.05%	-29.81%	0.06	0.23%	36.36%
合计	30.17	100.00%	33.38%	25.06	100.00%	33.72%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

公司玻璃纤维及制品的产品种类较为齐全，2022年公司玻璃纤维及制品产销量虽较上年均有所增长，但下半年以来玻纤行业景气度由强转弱，且公司在建、拟建项目建成后将进一步扩大公司玻璃纤维及制品生产规模，但需关注未来产能消化情况及项目建设的资金压力；化工制品产销量同比小幅下降

公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，2021年产能居全国第五位，具有一定的品牌认知度，但产能规模相比行业龙头中国巨石、泰山玻纤及重庆国际仍有差距。公司拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链，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，产品种类较为齐全，为短切毡及湿法薄毡等细分领域龙头，产品具有一定的竞争力。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；短切毡主要应用于汽车顶棚和玻璃钢，2022年公司在国内车顶毡市场的占有率超50%；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，2022年公司研发投入1.30亿元，同比增长25.96%。

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”于2021年建成投产，并逐步释放产能，2022年公司玻璃纤维纱年产能达到30万吨。

2022年上半年，玻纤行业仍延续高景气度，国内外玻璃纤维及制品市场需求旺盛，产销两旺，公司当期实现营业收入15.37亿元，同比增长30.42%，但进入下半年，玻纤行业景气度转弱，玻纤价格快速走低，公司2022年下半年营业收入同比增速为11.45%。总体来看，2022年公司玻璃纤维及制品产销量较上年仍均有所提升，且维持较高的产能利用率及产销率。

2023年一季度玻纤行业景气度仍较弱，公司产品销量虽与上年基本持平，但受产品价格走低的影响，当期公司营业收入及销售毛利率均有所下滑。

表3 2021-2022 年公司玻璃纤维及制品产销情况

项目	2022 年	2021 年
产能（万吨）	30.00	21.25
产量（万吨）	28.51	21.03
产能利用率	95.02%	98.99%
销量（万吨）	27.72	20.41
产销率	97.22%	97.03%
库存（万吨）	2.23	1.44

注：1、公司披露的产能为公司玻璃纤维纱生产能力；2、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

目前公司在建项目包括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，该项目共分两期建设，每期建设产能均为30万吨，各建2座15万吨的池窑，2022年4月及11月竞得520亩土地使用权用于该项目建设，截至2022年末，该项目一期正在建设中，已投资额达3.60亿元，目前通过自有资金及银行贷款投资建设，未来随着该项目建成投产，将进一步扩充公司现有产能；此外，公司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；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（以下简称“池窑拉丝生产线升级改造项目”），项目总投资5.99亿元，公司将根据市场情况择机建设，截至2022年末，剩余3条薄毡生产线项目及池窑拉丝生产线升级改造项目均未开始建设。整体来看，公司在建、拟建生产线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。

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、玻纤粘结剂等。2022年公司化工制品产能稳定，产量及销量小幅下降。

表4 2021-2022 年公司化工制品产销情况

项目	2022 年	2021 年
产能（万吨/年）	10.56	10.56
产量（万吨）	7.76	7.95
产能利用率	73.48%	75.26%
销量（万吨）	7.61	8.01
产销率	98.07%	100.79%
库存（万吨）	0.40	0.25

注：上表中为合并口径对外销售的数据，未考虑内部销售部分。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户较为分散，国外销售占有一定比重，需关注汇率波动对汇兑损益产生的影响；公司采购集中度尚可，玻璃纤维及制品的成本结构较稳定，2022年化工制品原材料价格波动较大，原材料价格提升导致化工制品毛利率有一定下滑，需关注原料价格波动对公司化工制品盈利的影响

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，2022年前五大主要客户销售收入合计2.56亿元，占公司营业收入的比重为8.49%，其中第一大客户占营业收入的比重为2.49%。

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。2022年公司国外销售收入同比增长27.53%，公司出口业务主要结算货币为美元，2022年公司虽产生汇兑收益2,639.51万元，但仍需关注未来人民币对美元的汇率波动对公司汇兑损益产生影响。

表5 2021-2022 年公司营业收入分区域构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
国内	22.99	76.22%	19.44	77.54%
国外	7.18	23.78%	5.63	22.46%
合计	30.17	100.00%	25.06	100.00%

资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

2022年公司向前五大供应商采购金额合计9.95亿元，占采购总额的比重为35.04%，其中向第一大供

应商采购占比为8.46%，公司玻璃纤维及制品所需材料主要为叶腊石、石英砂、石灰石等矿物以及纯碱、硼酸等化工原料，化工制品的原材料主要为乙烯类单体等，原材料供应较为通畅，采购集中度尚可。

从玻璃纤维及制品的成本构成来看，公司玻璃纤维及制品的成本仍以材料、动力能源及人工工资为主，2022年各类成本占比相对稳定。

表6 2021-2022年公司玻璃纤维及制品的成本构成情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
材料	62,237.45	45.21%	47,189.66	46.28%
人工工资	17,518.46	12.73%	13,634.60	13.37%
折旧	11,115.73	8.07%	9,235.44	9.06%
动力能源	34,476.67	25.04%	24,274.62	23.81%
运输费用	4,028.15	2.93%	3,212.65	3.15%
其他	8,291.98	6.02%	4,409.99	4.33%
合计	137,668.44	100.00%	101,956.96	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

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。2022年主要原材料苯乙烯价格波动较大，1-5月份呈较大幅度上涨，之后则有较明显下跌，但2022年苯乙烯价格总体仍处于相对高位，受原材料价格上涨影响，公司化工制品销售毛利率较2021年有一定下降。近年化工制品的原材料价格波动较大，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。

六、财务分析

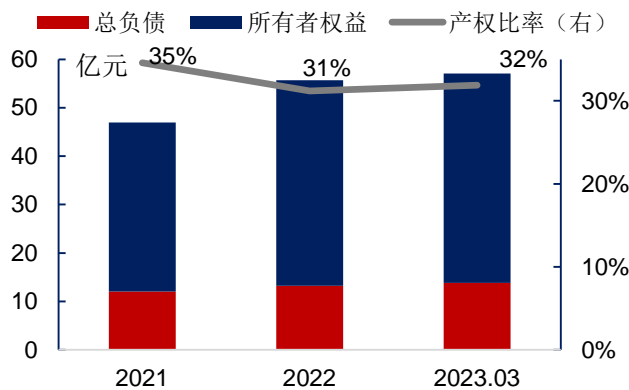
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围变化情况见表1，截至2022年末，公司合并范围子公司共7家，详见附录四。

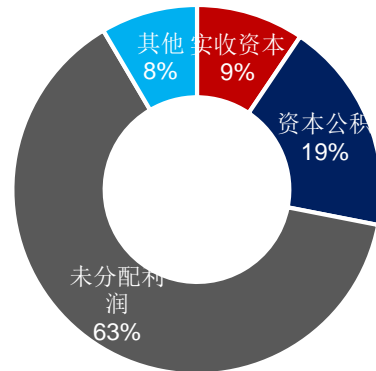
资本实力与资产质量

得益于经营利润的积累，公司资本实力有所增强，资本结构较为稳健，资产中固定资产投入规模较大，现金类资产相对充裕，应收账款账龄总体较短

得益于公司经营利润的积累，2022年末公司所有者权益规模较上年末增加较多，公司负债总额规模相对不大且较稳定，债务水平较低，所有者权益对负债的保障程度较高，公司所有者权益以未分配利润为主，占比达 63%。

图 3 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司生产经营的厂房建设及购置设备投入规模较大，且生产中涉及铂铑等贵金属铸造的成型器，而形成大规模的固定资产，系公司最主要的资产，2022 年公司新购置了设备及铂铑/玻纤成型器等资产，且随着 60 万吨池窑基地项目一期等在建工程陆续转入固定资产，2022 年末公司固定资产较上年末有所增加，主要包括铂铑/玻纤成型器 11.79 亿元、专用设备 9.63 亿元、房屋及建筑物 3.96 亿元，其中铂铑/玻纤成型器可提炼为铂、铑粉后对外出售，具备流动性。随着公司经营利润的积累，公司货币资金规模有所增加，2022 年末公司使用受限的货币资金账面价值为 1.31 亿元（主要包括定期存款 1.28 亿元、银行承兑保证金 0.03 亿元），货币资金受限比例较低；2022 年末交易性金融资产系短期理财产品（1.07 亿元）及本期债券计入权益工具投资的部分（0.31 亿元），应收款项融资系应收银行承兑汇票，2022 年末公司已背书或贴现但尚未到期的银行承兑汇票 4.26 亿元。2022 年末公司应收账款规模较上年末略有增长，应收账款账龄仍集中在 1 年以内，占比达 86.85%，期末累计计提坏账准备 0.27 亿元，坏账计提比例为 5.91%，其中按单项计提坏账准备 0.23 亿元，仍需关注应收账款的回收风险。其他资产方面，公司在建工程主要系预付的工程设备款、60 万吨池窑基地项目一期等项目的投入；无形资产主要系土地使用权，2022 年公司新购入土地用于项目建设，无形资产规模有所增加。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.74	20.58%	10.52	18.89%	7.51	15.98%
交易性金融资产	1.81	3.18%	1.38	2.48%	2.47	5.26%
应收账款	4.53	7.93%	4.38	7.86%	4.17	8.88%
应收款项融资	4.25	7.45%	4.92	8.83%	3.33	7.10%
存货	2.73	4.78%	2.47	4.43%	2.20	4.69%
流动资产合计	26.56	46.55%	25.16	45.17%	20.24	43.10%
固定资产	25.37	44.45%	25.48	45.76%	23.08	49.14%

在建工程	0.49	0.86%	0.37	0.66%	0.68	1.46%
无形资产	4.14	7.26%	3.09	5.54%	1.55	3.30%
非流动资产合计	30.50	53.45%	30.53	54.83%	26.72	56.90%
资产总计	57.06	100.00%	55.69	100.00%	46.97	100.00%

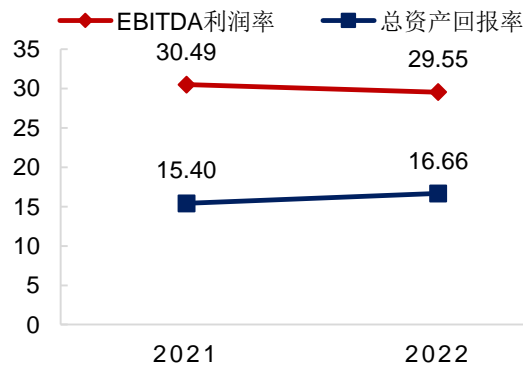
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入及利润保持增长，但下半年玻纤行业景气度转弱，玻璃纤维及制品价格及毛利率有所较明显的回落，预计短期内行业景气度大幅回暖的可能性较低，对公司盈利有所冲击

2022年上半年玻纤行业景气度维持较高水平，叠加公司产能的释放，产销规模有所增加，带动公司营业收入保持增长，但下半年玻纤行业景气度转弱，玻纤产品价格快速走低，产品盈利水平有所下滑，受此影响下，2022年公司EBITDA利润率为29.55%，较上年略有下降。2022年公司实现利润总额8.32亿元，同比增长26.05%，除营业收入增长的因素外，公司当期处置铈粉等资产实现收益1.01亿元，较上年也有所增长，推动公司总资产回报率提升。但也需要看到，2022年下半年玻纤行业景气度有所转弱，玻璃纤维及制品价格跌幅较大，业务毛利率有所较明显的回落，2023年一季度公司实现营业收入6.03亿元，同比下降20.01%，销售毛利率为27.79%，较上年同期下降11.02个百分点，利润总额为0.93亿元，同比下降64.34%，预计短期内行业景气度大幅回暖的可能性较低，对公司盈利有所冲击。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营活动现金表现仍较好，债务规模虽有所增加，但负债水平仍较低，净债务仍为负，偿债压力不大，现金类资产对短期债务保障程度较高

随着公司新增一定规模银行融资，2023年3月末，公司负债总额达13.80亿元，较2021年末增长14.35%，其中总债务为9.06亿元，主要包括应付债券4.90亿元，银行借款2.94亿元（其中1.60亿元的长期

借款系质押借款)以及应付银行承兑汇票,公司总债务规模相对不大,应付债券期限较长,且存在转股的可能,公司偿债压力尚可。公司经营性负债主要系应付账款,呈压降态势。

表 8 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.34	9.72%	0.00	0.01%	0.00	0.01%
应付账款	2.78	20.16%	3.51	26.56%	3.87	32.06%
应付票据	1.20	8.73%	1.19	9.00%	1.75	14.47%
流动负债合计	6.65	48.20%	6.12	46.22%	7.07	58.56%
长期借款	1.60	11.60%	1.60	12.10%	0.00	0.00%
应付债券	4.90	35.49%	4.84	36.54%	4.64	38.46%
非流动负债合计	7.15	51.80%	7.12	53.78%	5.00	41.44%
负债合计	13.80	100.00%	13.24	100.00%	12.06	100.00%
总债务合计	9.06	65.70%	7.65	57.83%	6.39	52.94%
其中: 短期债务	2.56	18.54%	1.20	9.10%	1.75	14.48%
长期债务	6.51	47.16%	6.45	48.73%	4.64	38.46%

资料来源: 公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表, 中证鹏元整理

现金流方面, 公司销售回款情况较好, 2022年及2023年一季度公司经营活动现金呈较大规模净流入态势。财务杠杆方面。2023年3月末, 公司资产负债率为24.18%, 仍处于较低水平, 叠加现金类资产相对充裕, 公司净债务持续为负, 使得净债务/EBITDA、FFO/净债务均为负。总体来看, 公司各项杠杆指标表现较好, 偿债压力不大。

表 9 公司现金流及杠杆状况指标

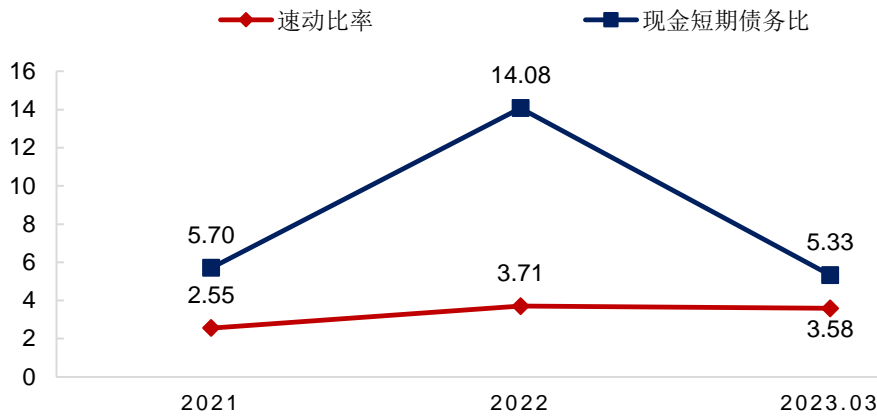
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流	1.06	5.62	5.98
FFO	--	7.01	6.09
资产负债率	24.18%	23.77%	25.69%
净债务/EBITDA	--	-0.97	-0.40
EBITDA 利息保障倍数	--	37.95	34.29
总债务/总资本	17.32%	15.28%	15.47%
FFO/净债务	--	-81.11%	-200.42%
经营活动现金流/净债务	-23.92%	-64.94%	-196.86%
自由活动现金流/净债务	-8.39%	25.96%	162.92%

资料来源: 公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表, 中证鹏元整理

2022年末公司货币资金规模较上年末有所增加, 速动比率及现金短期债务比较上年末均有所提升, 2023年3月末虽有所下降但仍处于较高水平, 现金类资产对短期债务的保障程度较好。根据公司提供的数据, 截至2022年末, 公司未使用的银行授信额度仍较充裕(包含10.72亿元人民币及2,950万美元),

且公司固定资产中铂/铑贵金属规模较大，可对外出售变现，均可为公司提供一定流动支持。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响，但公司面临一定安全生产和环保风险

环境因素

环境保护方面，公司作为玻璃纤维及制品、化工制品的生产企业，生产过程中产生的“三废”须严格遵守相关排放标准。过去一年公司未发生环境污染事故或纠纷，未因环境保护问题受到行政处罚。但近年国家环保政策趋严，若公司未能及时根据最新环保要求更新设备或优化生产工艺以适应国家要求，可能会面临环保处罚，因此公司面临一定环保风险。

社会因素

安全生产及社会责任方面，公司部分化工原料在特定设备中发生化学反应，配备一定的生产人员参与生产，对生产设备和工艺的安全性、生产人员的安全意识和技能有一定要求。过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、安全生产问题受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。但若公司出现生产设备异常或员工操作不当的情况，可能会发生安全事故，因此公司面临一定安全生产风险。

公司治理

公司治理与管理方面，跟踪期内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违规事项。

2022年5月，公司完成董事会、监事会换届选举，公司第四届非独立董事戚稽兴、独立董事蔡桂如、张燕、丑世栋因任期届满不再担任公司董事职务，戚稽兴将继续在公司担任高级管理人员职务，第四届监事会主席许耀新因任期届满不再担任公司监事，离任后继续在公司担任其他职务。公司现任董事会成员9人，其中独立董事3人，公司实际控制人杨国文及杨鹏威分别担任董事长及总经理职务，董事会与管理层人员存在重合，现任监事会成员5人。公司董事及高管具有较为丰富的行业从业经验，大部分自公司成立起长期在公司任职，经营层较稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年3月20日），公司本部及重要子公司天马集团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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至2023年5月16日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，具有一定的品牌认知度，且为短切毡及湿法薄毡等细分领域龙头，产品具有一定的竞争力，2022年上半年行业维持较高景气度，带动当年公司经营业绩保持增长，虽然下半年玻纤行业景气度转弱，对公司玻璃纤维及制品盈利造成冲击，且化工制品毛利率受上游原材料价格波动影响有一定下滑，但公司经营业务的现金生产能力较强，财务杠杆水平较低，净债务持续为负，现金短期债务比处于较高水平，资本结构较为稳健。总体来看，基于对公司所处行业环境、经营竞争力和偿债能力等因素的综合判断，公司抗风险能力较强。

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。

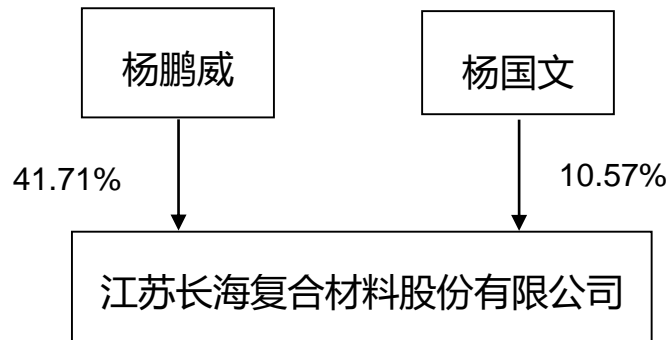
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	11.74	10.52	7.51	12.44
应收账款	4.53	4.38	4.17	3.47
应收款项融资	4.25	4.92	3.33	2.48
流动资产合计	26.56	25.16	20.24	21.34
固定资产	25.37	25.48	23.08	14.62
非流动资产合计	30.50	30.53	26.72	17.44
资产总计	57.06	55.69	46.97	38.78
短期借款	1.34	0.00	0.00	0.27
应付账款	2.78	3.51	3.87	1.89
应付票据	1.20	1.19	1.75	0.52
一年内到期的非流动负债	0.01	0.01	0.00	0.00
流动负债合计	6.65	6.12	7.07	4.33
长期借款	1.60	1.60	0.00	0.00
应付债券	4.90	4.84	4.64	4.44
租赁负债	0.01	0.01	0.00	0.00
非流动负债合计	7.15	7.12	5.00	4.84
负债合计	13.80	13.24	12.06	9.17
总债务	9.06	7.65	6.39	5.23
所有者权益	43.32	42.50	34.94	29.63
营业收入	6.03	30.17	25.06	20.43
营业利润	0.93	8.32	6.60	3.10
净利润	0.81	8.16	5.72	2.70
经营活动产生的现金流量净额	1.06	5.62	5.98	4.33
投资活动产生的现金流量净额	-1.07	-4.75	-10.40	-2.02
筹资活动产生的现金流量净额	1.33	0.94	-0.72	4.18
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	--	8.92	7.64	4.87
FFO	--	7.01	6.09	3.94
净债务	-4.43	-8.65	-3.04	-7.85
销售毛利率	27.79%	33.38%	33.72%	28.40%
EBITDA 利润率	--	29.55%	30.49%	23.85%
总资产回报率	--	16.66%	15.40%	8.80%
资产负债率	24.18%	23.77%	25.69%	23.65%
净债务/EBITDA	--	-0.97	-0.40	-1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	37.95	34.29	234.03
总债务/总资本	17.32%	15.28%	15.47%	15.00%

FFO/净债务	--	-81.11%	-200.42%	-50.12%
速动比率	3.58	3.71	2.55	4.55
现金短期债务比	5.33	14.08	5.70	17.21

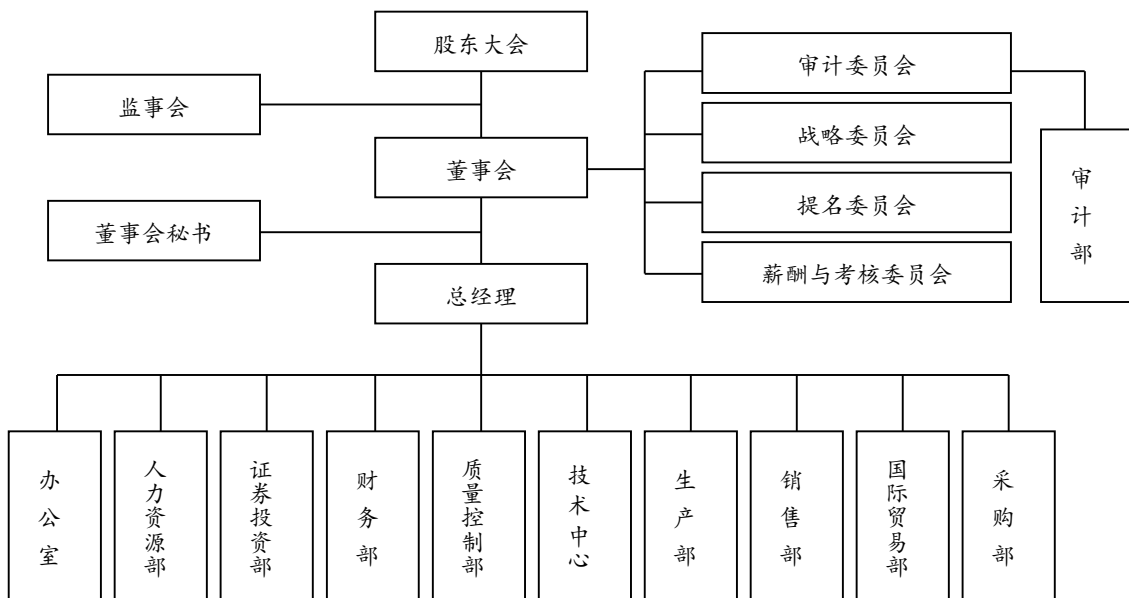
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司 2023 年一季度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年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
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
常州市新长海玻纤有限公司	100%	5,599.94	玻璃纤维及制品制造；玻璃纤维及制品销售；
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
常州海克莱化学有限公司	100%	1,000	化工产品销售（不含许可类化工产品）；货物进出口等
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
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
常州天马复合材料检测技术有限公司	100%	300	质检技术服务

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。