

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 2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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，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 2023 年以来玻纤行业景气度较低，对公司经营业绩有所冲击，后续原材料价格波动可能对化工制品盈利水平产生影响，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）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	66.74	63.14	55.69	46.97
归母所有者权益	45.12	44.65	42.50	34.94
总债务	16.23	12.89	7.65	6.39
营业收入	5.81	26.07	30.17	25.06
净利润	0.51	2.95	8.16	5.72
经营活动现金流净额	0.53	7.19	5.62	5.98
净债务/EBITDA	--	-1.16	-0.97	-0.40
EBITDA 利息保障倍数	--	14.83	37.95	34.29
总债务/总资本	26.48%	22.43%	15.28%	15.47%
FFO/净债务	--	-78.39%	-81.11%	-200.42%
EBITDA 利润率	--	21.06%	29.55%	30.49%
总资产回报率	--	6.28%	16.66%	15.40%
速动比率	2.45	3.13	3.71	2.55
现金短期债务比	2.81	4.77	14.08	5.70
销售毛利率	21.55%	24.51%	33.38%	33.72%
资产负债率	32.47%	29.38%	23.77%	25.69%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，均系净债务为负所致。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2024 年 6 月 25 日

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：范思艺
fansy@cspengyuan.com

评级总监：

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。**公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，2023 年产能在全国位居前列，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，产品具有一定竞争力。
- **公司现金生成能力仍较强，资本结构较为稳健。**2023 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

- **2023 年玻纤行业景气度较低，玻纤产品价格走低，对公司经营业绩有所冲击。**随着玻纤行业产能扩张，而基建和房地产行业需求有所趋弱，2023 年玻纤行业景气度较低，玻纤价格走低，受此影响，2023 年及 2024 年一季度公司营业收入和销售毛利率同比均有所下降。
- **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。
- **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，2023 年末已投资 7.30 亿元；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”）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，2023 年末已投资 0.63 亿元；未来仍计划建设 3 条薄毡生产线项目，计划新增产能及投资规模较大，在玻纤行业景气度较低的形势下，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	520.74	568.08	66.47	63.14
营业收入	148.76	258.89	22.02	26.07
净利润	31.57	27.16	1.05	2.95
销售毛利率	28.00%	24.65%	10.44%	24.51%
资产负债率	42.39%	53.35%	58.05%	29.38%

注：以上各指标均为 2023 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_2023V1.0
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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
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。

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	5.4974	2023-6-1	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、控股股东、实际控制人未发生变更，由于本期债券部分转股，2024年3月末公司股本增加至40,871.65万股，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，2023年常州长海气体有限公司不再纳入公司合并范围，截至2023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。

截至2024年6月19日收盘，长海股份股价为10.60元，“长海转债”最新转股价为15.64元，转股溢价为72.63%。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中

有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

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，2023年玻纤纱产量仍保持增长，细分市场的需求虽有所增长但幅度较小，难以缓解因前期产能过快增长而导致的供需错配问题，2023年以来行业景气度较低，玻纤价格处于历史低位

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高，寡头垄断格局初步形成，根据卓创资讯数据，2023年中国巨石、泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）、国际复材、山东玻纤、邢台金牛、长海股份产能占全国产能的比重合计达76%。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。

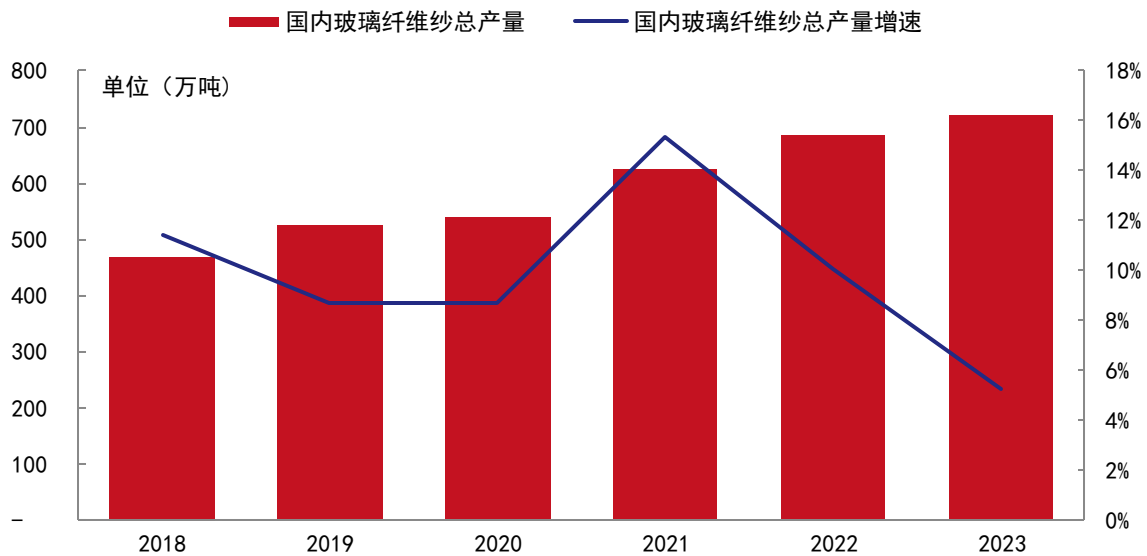
玻纤下游应用领域广泛，广泛应用于建筑与基础设施建设、轨道交通、汽车、电子电器、环保等产业。建筑业是玻纤应用最传统也是需求最大的领域，主要包括基建和房地产两大部分，涉及建筑承载工程中的加固材料、建筑保温、道路土工、电气绝缘等用途，2023年以来房地产行业景气度仍较低，对玻纤需求有所冲击，2024年1-3月房地产未改下降趋势，新建商品房销售面积、房地产开发投资分别同比下降19.4%和9.5%。基建方面，2023年我国基础设施投资增速为8.24%，增速较上年回落3.28个百分点。

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，据中国汽车工业协会统计，2023年我国汽车产销量首次双双突破3,000万辆，分别为3,016.1万辆和3,009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%。其中新能源汽车继续保持快速增长，产销突破900万辆，市场占有率超过30%。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。

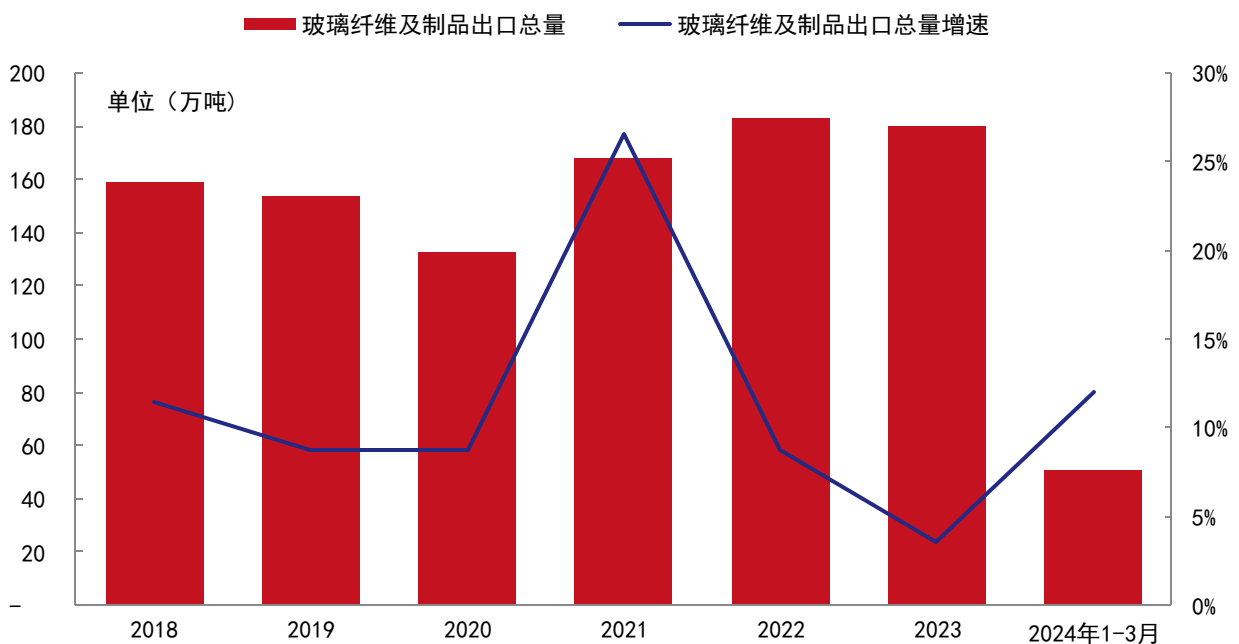
自2022年下半年以来，行业虽采取一定产能调控措施，但受房地产下行和地方债务危机持续影响，全年风电、汽车、电子及出口等细分市场需求虽有所增长但幅度较小，难以缓解因前期产能过快增长而导致的供需错配问题。根据中国玻璃纤维工业协会数据，2023年我国玻璃纤维纱总产量723万吨，同比增长5.2%，与2022年相比增速回落5个百分点。受前期产能快速扩张及“双节”需求季节性回落影响，2023年年初池窑企业库存压力快速加大，部分中小池窑企业因资金链紧张而率先开启降价模式；2023年年中，在部分细分市场需求小幅回温带动下，池窑企业逐步实现产销平衡，库存规模逐步恢复至正常状态，但市场整体信心不足，产品价格难觅回升之机；2023年第四季度，部分池窑企业为有效削减库存以便迎接市场新一轮季节性回落，再度启动降价模式，2023年12月份普通直接纱及普通合股纱平均价格均降至4,000元/吨以下。根据中国玻璃纤维工业协会数据，2023年我国规模以上玻璃纤维及制品制造企业（不含玻璃纤维增强复合材料制品企业）主营业务收入同比降低9.6%，利润总额同比下降51.4%，为97亿元。

为缓解市场供需错配和库存积压问题，不断有池窑产线进入停产状态，截至2023年底，暂时处于停产状态的待冷修复产池窑生产线约为13条，冷修前总产能为62.5万吨；2024年一季度，行业停产冷修产线规模继续扩容，合计总冷修停产池窑生产线18条，合计停产产能规模已超80万吨，行业整体在产产能规模继续保持收缩。随着企业库存基本回归正常，玻璃纤维纱整体产品价格于2024年2月实现触底，3月份开始逐步回弹，根据中国玻璃纤维工业协会数据，2024年一季度，规模以上玻璃纤维及制品工业主营业务收入同比下降5.4%，降幅与去年全年相比明显收窄，但行业利润总额比去年同期下降71.12%，行业整体利润水平已经处于严重偏低状态。

图 1 2023 年玻纤纱产量保持增长


资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

出口方面，2023年我国玻璃纤维及制品出口总量达到179.7万吨（刨除玻璃棉及其制品），同比增长3.5%；出口金额26.6亿美元，同比下降11.5%，其中，出口占比最高的为玻璃纤维无捻粗纱，2023年出口总量达到71.7万吨，同比减少0.8%。根据中国玻璃纤维工业协会数据，2024年一季度，我国玻璃纤维及制品出口量为50.51万吨，同比增长12.04%，出口金额为6.89亿元，同比下降1.11%。

图 2 2023 年玻璃纤维及制品出口量仍保持增长，但增速有所回落


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，产能居全国前列，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

2023年，玻纤应用细分市场的需求增长不及预期，市场终端需求疲软，玻纤行业整体景气度较低，玻纤产品价格有所下降，使得2023年公司玻璃纤维及制品销售收入及业务毛利率同比均有所下降；2023年公司化工制品销售收入及业务毛利率较上年小幅下降，主要系受行业景气度影响销售均价下滑所致；玻璃钢制品销售收入有一定下滑，销售毛利率小幅提升；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，因此2023年公司未实现气体销售收入。2024年一季度公司实现营业收入5.81亿元，同比下降3.67%，销售毛利率为21.55%，较上年同期下降6.24个百分点。

表1 2022-2023年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
玻璃纤维及制品	19.08	73.19%	27.70%	22.65	75.08%	39.23%
化工制品	6.39	24.51%	15.16%	6.8	22.53%	15.24%
玻璃钢制品	0.60	2.30%	22.70%	0.71	2.34%	21.71%
气体	0.00	0.00%	-	0.02	0.05%	-29.81%
合计	26.07	100.00%	24.51%	30.17	100.00%	33.38%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

受下游房地产景气度下行以及部分产能停产技改影响，2023年公司玻璃纤维及制品产销量较上年均小幅下降，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提升，但销售收入和销售毛利率较上年均小幅下降

公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，2023年产能居全国前列，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、泰山玻纤及国际复材仍有差距。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，为短切毡及湿法薄毡等细分领域龙头。玻纤及其制品在各大国民经济领域得到广泛应用；短切毡主要应用于汽车顶棚和玻璃钢，2023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。2023年，公司结合市场需求及发展趋势，首先集中资源解决现有产品的技术难点，同时强化技术研发、工艺技术管理的规范性，实现了为客户大规模提供持续稳定品质产品的能力；通过技术改进、工艺提升，公司产品品质进一步提升，在下游企业的应用得到了更好的认可。经过多年积累，公司形成了200余人的研发团队，2023年公司研发投入1.32亿元，同比增长1.36%。

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。2023年公司玻璃纤维纱年产能达到29.00万吨，较2022年小幅下降，主要系当期天马集团年产3万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线冷修技改所致。

2023年，玻纤应用细分市场的需求增长不及预期，市场终端需求疲软，玻纤行业价格下滑，公司当期实现营业收入26.07亿元，同比下降13.59%，销售毛利率为24.51%，同比下降8.87个百分点，玻璃纤维及制品产销量较上年均小幅下降，仍维持较高的产能利用率及产销率。

2024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2 2022-2023年公司玻璃纤维及制品产销情况

项目	2023年	2022年
产能（万吨）	29.00	30.00
产量（万吨）	27.19	28.51
产能利用率	93.76%	95.02%
销量（万吨）	27.36	27.72
产销率	100.63%	97.22%
库存（万吨）	2.06	2.23

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和池窑拉丝生产线升级改造项目，其中60万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目计划总投资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2023年末，该项目一期正在建设中，已投资额达7.30亿元，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；池窑拉丝生产线升级改造项目总投资5.99亿元，截至2023年末，该项目处于建设阶段，已投资额达0.63亿元。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，截至2023年末，剩余3条薄毡生产线项目未开始建设。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。2023年公司化工制品产能提升幅度较大，主要系当期部分生产线技改完成投产所致¹，但受行业景气度影响，产量及销量仅小幅提升。

¹ 2022年底技改完成，于2023年正式投产。

表3 2022-2023 年公司化工制品产销情况

项目	2023 年	2022 年
产能（万吨/年）	17.00	10.56
产量（万吨）	7.80	7.76
产能利用率	45.88%	73.48%
销量（万吨）	7.86	7.61
产销率	100.74%	98.07%
库存（万吨）	0.34	0.40

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，2023年化工制品原材料价格波动较大，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。近年公司主要客户较为稳定，但客户整体较为分散，2023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9.80%，其中第一大客户占营业收入的比重为2.53%。

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。2023年公司国外销售收入同比减少9.20%，公司出口业务主要结算货币为美元，2023年公司虽产生汇兑收益1,521.98万元，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4 2022-2023 年公司营业收入分区域构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
国内	19.55	75.01%	22.99	76.22%
国外	6.52	24.99%	7.18	23.78%
合计	26.07	100.00%	30.17	100.00%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年公司向前五大供应商采购金额合计9.98亿元，占采购总额的比重为33.26%，其中向第一大供应商采购占比为8.20%，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，2023年各类成本占比相对稳定。

表5 2022-2023 年公司玻璃纤维及制品的成本构成情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
材料	61,895.82	44.87%	62,237.45	45.21%
人工工资	16,917.60	12.26%	17,518.46	12.73%
折旧	13,211.15	9.58%	11,115.73	8.07%
动力能源	35,995.34	26.09%	34,476.67	25.04%
运输费用	4,380.73	3.18%	4,028.15	2.93%
其他	5,539.17	4.02%	8,291.98	6.02%
合计	137,939.81	100.00%	137,668.44	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 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。2023年主要原材料苯乙烯价格波动较大，上半年呈震荡下跌趋势，6月底处于全年低位，7-8月价格快速提升，9-12月表现为震荡回落，2023年苯乙烯价格总体仍处于相对高位，受行业景气度影响，公司化工制品销售毛利率较2022年小幅下降。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

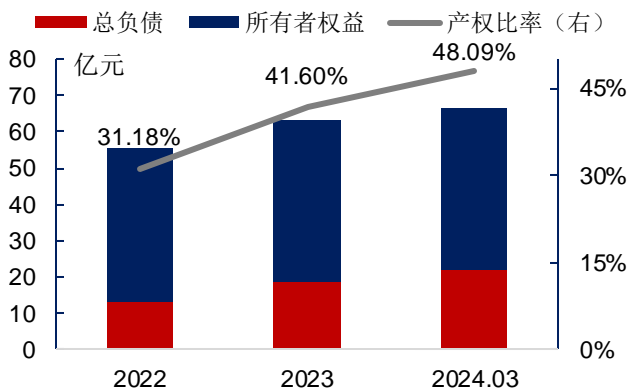
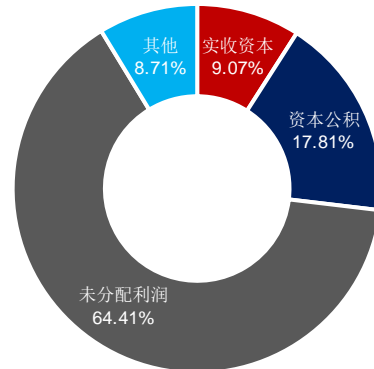
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围未发生变化，截至2023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，资产中固定资产投资规模较大，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，2024年3月末公司所有者权益规模较2022年末小幅增长，随着融资规模增加，2024年3月末公司负债总额较2022年末亦有所增加，但债务水平仍较低，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，2024年3月末占比达64.41%。

图 3 公司资本结构

图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 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，从而形成大规模的固定资产，系公司最主要的资产，2023 年末公司固定资产主要包括铂铑/玻纤成型器 12.76 亿元、专用设备 8.72 亿元、房屋及建筑物 3.92 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。随着公司经营利润积累及业务回款，2023 年末公司货币资金账面价值较上年末有所增长，其中使用受限的货币资金账面价值为 0.79 亿元，主要系定期存款，货币资金受限比例较低；2023 年末交易性金融资产账面价值较上年末有所增长，主要系银行理财增加所致，2023 年末交易性金融资产包括 2.85 亿元理财产品和 0.02 亿元衍生金融工具；应收款项融资系应收银行承兑汇票，随着银行承兑汇票到期兑现，2023 年末账面价值较上年末有所减少，已背书或贴现但尚未到期的银行承兑汇票为 3.48 亿元；2023 年末公司应收账款规模较上年末略有下降，应收账款账龄仍集中在 1 年以内，占比达 86.72%，期末按组合累计计提坏账准备 0.28 亿元，坏账计提比例为 6.39%，按单项计提坏账准备 0.24 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 60 万吨池窑基地项目一期、年产 8 万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物高端技改项目等项目的投入以及预付的工程设备款，2023 年末账面价值较上年末大幅增长，主要系 60 万吨池窑基地项目一期新增投入较多所致，随着项目持续投入，2024 年 3 月末在建工程账面价值较 2023 年末有所增长；无形资产主要系土地使用权，2023 年末账面价值较上年末有所增长，主要系新购入土地所致。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.89	23.81%	13.88	21.99%	10.52	18.89%
交易性金融资产	2.21	3.31%	2.86	4.54%	1.38	2.48%
应收账款	5.11	7.66%	4.17	6.61%	4.38	7.86%

应收款项融资	2.77	4.15%	2.95	4.68%	4.92	8.83%
存货	2.34	3.51%	2.62	4.15%	2.47	4.43%
流动资产合计	29.84	44.71%	28.10	44.51%	25.16	45.17%
固定资产	25.09	37.59%	25.49	40.37%	25.48	45.76%
在建工程	7.14	10.70%	4.74	7.51%	0.37	0.66%
无形资产	4.10	6.15%	4.11	6.50%	3.09	5.54%
非流动资产合计	36.90	55.29%	35.04	55.49%	30.53	54.83%
资产总计	66.74	100.00%	63.14	100.00%	55.69	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

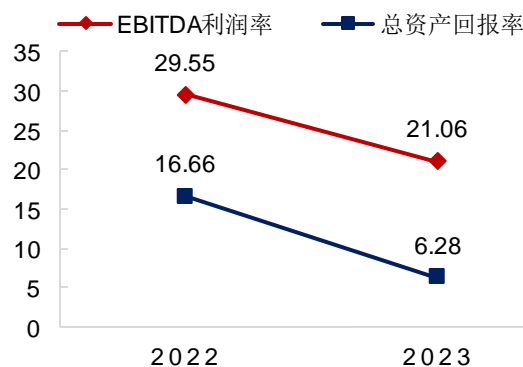
盈利能力

2023年公司营业收入和销售毛利率同比均有所下滑，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

2023年玻纤行业景气度处于较低水平，玻纤产品价格持续走低，产品盈利水平有所下滑，公司玻璃纤维及制品产销量较上年均小幅下降，营业收入和销售毛利率同比均出现下滑，受此影响，2023年公司 EBITDA 利润率为 21.06%，较上年下降了 8.49 个百分点。2023 年公司实现利润总额 3.36 亿元，同比降幅达 59.57%，较大程度拉低了公司当期资产回报率。

2024 年一季度，公司实现营业收入 5.81 亿元，同比下降 3.67%，销售毛利率为 21.55%，较上年同期下降 6.24 个百分点，利润总额为 0.56 亿元，同比下降 39.95%，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 2022-2023 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仍较高

随着公司新增一定规模银行融资，2024年3月末，公司负债总额达21.67亿元，较2022年末增长63.73%，其中总债务为16.23亿元，主要包括应付债券5.08亿元，银行借款7.86亿元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7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.50	11.53%	0.37	2.00%	0.00	0.01%
应付票据	3.29	15.17%	2.12	11.42%	1.19	9.00%
应付账款	2.57	11.88%	2.73	14.70%	3.51	26.56%
一年内到期的非流动负债	1.68	7.75%	1.68	9.06%	0.01	0.10%
流动负债合计	11.24	51.86%	8.14	43.86%	6.12	46.22%
长期借款	3.68	16.98%	3.70	19.96%	1.60	12.10%
应付债券	5.08	23.45%	5.02	27.07%	4.84	36.54%
非流动负债合计	10.43	48.14%	10.41	56.14%	7.12	53.78%
负债合计	21.67	100.00%	18.55	100.00%	13.24	100.00%
总债务	16.23	74.89%	12.89	69.52%	7.65	57.83%
其中：短期债务	7.47	34.45%	4.17	22.49%	1.20	9.10%
长期债务	8.76	40.43%	8.72	47.03%	6.45	48.73%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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，2023年公司经营活动现金呈较大规模净流入态势。财务杠杆方面，2024年3月末，公司资产负债率为32.47%，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。

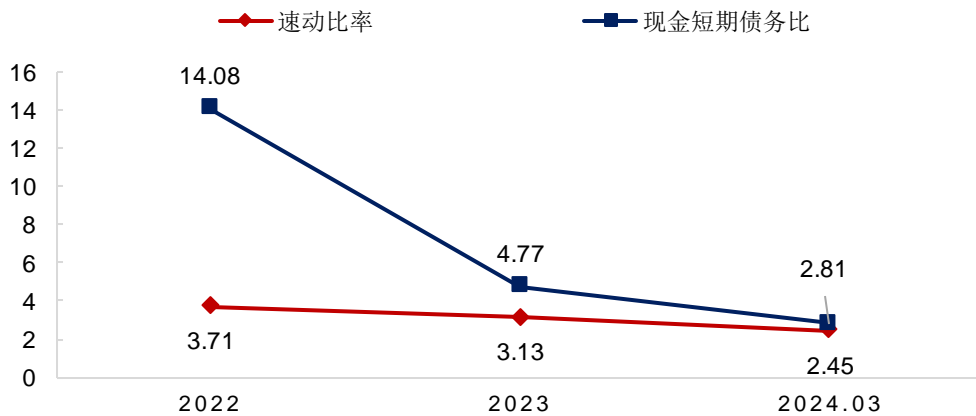
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.53	7.19	5.62
FFO（亿元）	--	4.98	7.01
资产负债率	32.47%	29.38%	23.77%
净债务/EBITDA	--	-1.16	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	14.83	37.95
总债务/总资本	26.48%	22.43%	15.28%
FFO/净债务	--	-78.39%	-81.11%
经营活动现金流净额/净债务	-11.64%	-113.26%	-64.94%
自由现金流/净债务	5.10%	-5.35%	25.96%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着融资规模增加，2023年以来公司货币资金规模呈增长趋势，公司短期债务亦快速增长，综合影响下，公司速动比率及现金短期债务比均呈下降趋势，但仍处于较高水平，2024年3月末分别为2.45和2.81，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2024年3月末，公司未使用的银行授信额度为仍较充裕（包括15.70亿元人民币及5.96亿美元），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 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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。

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2021年1月1日至报告查询日（2024年4月8日），公司本部及子公司常州市新长海玻纤有限公司、天马集团均不存在未结清不良类信贷记录，均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2024年6月15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，2023年玻纤行业景气度较低，玻纤产品价格走低，对公司经营业绩有所冲击，2023年及2024年一季度公司营业收入和销售毛利率同比均有所下降，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。

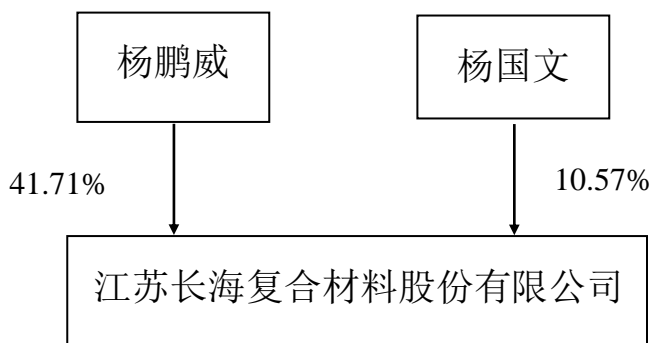
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	15.89	13.88	10.52	7.51
交易性金融资产	2.21	2.86	1.38	2.47
应收账款	5.11	4.17	4.38	4.17
应收款项融资	2.77	2.95	4.92	3.33
存货	2.34	2.62	2.47	2.20
流动资产合计	29.84	28.10	25.16	20.24
固定资产	25.09	25.49	25.48	23.08
在建工程	7.14	4.74	0.37	0.68
无形资产	4.10	4.11	3.09	1.55
非流动资产合计	36.90	35.04	30.53	26.72
资产总计	66.74	63.14	55.69	46.97
短期借款	2.50	0.37	0.00	0.00
应付票据	3.29	2.12	1.19	1.75
应付账款	2.57	2.73	3.51	3.87
一年内到期的非流动负债	1.68	1.68	0.01	0.00
流动负债合计	11.24	8.14	6.12	7.07
长期借款	3.68	3.70	1.60	0.00
应付债券	5.08	5.02	4.84	4.64
非流动负债合计	10.43	10.41	7.12	5.00
负债合计	21.67	18.55	13.24	12.06
总债务	16.23	12.89	7.65	6.39
其中：短期债务	7.47	4.17	1.20	1.75
所有者权益	45.07	44.59	42.45	34.90
营业收入	5.81	26.07	30.17	25.06
营业利润	0.56	3.38	8.32	6.60
净利润	0.51	2.95	8.16	5.72
经营活动产生的现金流量净额	0.53	7.19	5.62	5.98
投资活动产生的现金流量净额	-0.45	-7.75	-4.75	-10.40
筹资活动产生的现金流量净额	1.75	3.08	0.94	-0.72
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	5.49	8.92	7.64
FFO（亿元）	--	4.98	7.01	6.09
净债务（亿元）	-4.58	-6.35	-8.65	-3.04
销售毛利率	21.55%	24.51%	33.38%	33.72%
EBITDA 利润率	--	21.06%	29.55%	30.49%
总资产回报率	--	6.28%	16.66%	15.40%

资产负债率	32.47%	29.38%	23.77%	25.69%
净债务/EBITDA	--	-1.16	-0.97	-0.40
EBITDA 利息保障倍数	--	14.83	37.95	34.29
总债务/总资本	26.48%	22.43%	15.28%	15.47%
FFO/净债务	--	-78.39%	-81.11%	-200.42%
经营活动现金流净额/净债务	-11.64%	-113.26%	-64.94%	-196.86%
自由现金流/净债务	5.10%	-5.35%	25.96%	162.92%
速动比率	2.45	3.13	3.71	2.55
现金短期债务比	2.81	4.77	14.08	5.70

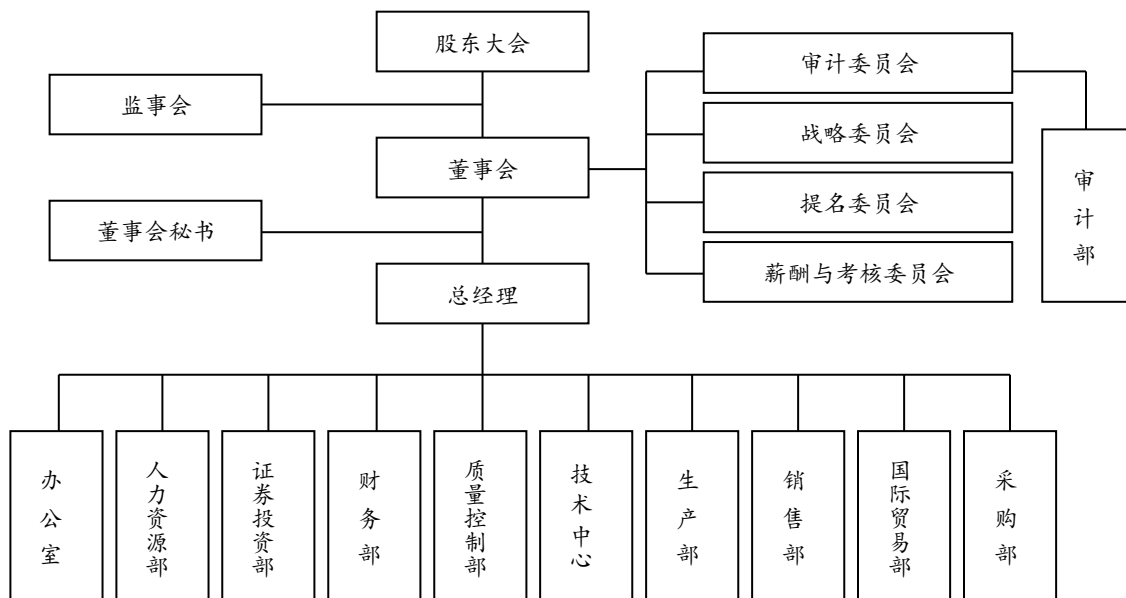
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司 2024 年一季度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023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	化工原料、玻纤原料的销售；玻璃钢及原辅材料的检测、技术培训及咨询服务等
常州市新长海玻纤有限公司	100%	5,599.9372	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	非金属矿及制品销售；通用设备制造（不含特种设备制造）；玻璃纤维增强塑料制品制造；玻璃纤维增强塑料制品销售
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；技术进出口等
常州海诚复合材料有限公司	100%	996	玻璃纤维及制品销售；玻璃纤维增强塑料制品销售等
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

注：2023年10月，常州华碧宝特种新材料有限公司更名为“常州海诚复合材料有限公司”

资料来源：公司2023年年度报告、公开资料，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。