跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1253 号

泰山玻璃纤维有限公司：

联合信用评级有限公司通过对泰山玻璃纤维有限公司主体长期信用状况和公开发行的“16 泰玻债”进行跟踪评级，确定：

泰山玻璃纤维有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

泰山玻璃纤维有限公司公开发行的“16 泰玻债”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

泰山玻璃纤维有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级时间	上次评级结果
16 泰玻债	7 亿元	（3+2）年	AA+	2019 年 6 月 21 日	AA+

跟踪评级时间：2020 年 6 月 15 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	138.13	147.95	160.24	166.93
所有者权益（亿元）	56.89	70.59	76.23	78.38
长期债务（亿元）	35.39	31.43	32.36	37.50
全部债务（亿元）	66.68	63.27	65.26	69.68
营业收入（亿元）	53.06	58.80	59.39	12.68
净利润（亿元）	6.95	9.61	8.35	2.14
EBITDA（亿元）	16.30	18.79	19.12	--
经营性净现金流（亿元）	4.92	14.11	10.39	1.59
营业利润率（%）	32.55	33.55	30.52	29.49
净资产收益率（%）	13.12	15.08	11.37	11.06
资产负债率（%）	58.82	52.29	52.43	53.05
全部债务资本化比率（%）	53.96	47.26	46.12	47.06
流动比率（倍）	0.87	0.90	0.90	0.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.30	0.29	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.97	6.48	7.16	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.33	2.68	2.73	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款中的有息债务计入长期债务；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 本报告中费用收入比=（管理费用+销售费用+研发费用+财务费用）/营业收入×100%

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“公司”或“泰山玻纤”）的跟踪评级，反映了跟踪期内公司在玻璃纤维产能规模、技术研究水平、产品认可度、成本控制等方面仍保持综合优势。2019 年，公司在满莊新区的玻纤产能进一步扩大，其生产规模、技术水平和成本控制均有效得到提升，公司玻纤产销量实现增长进而带动公司营业收入仍保持较大规模，经营性现金流表现良好。同时，联合评级也关注到公司产品价格下降导致盈利水平下滑、在建项目投资规模较大、原材料及燃料成本有所上涨、汇率波动及贸易摩擦等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的建成投产，公司产能规模将进一步上升，并向高附加值产品延伸，公司主营业务盈利能力及抗风险能力有望得到增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 泰玻债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 行业集中度不断提高。中国玻纤行业产品结构和产能结构持续优化，行业集中度不断提高，随着新应用领域的不断拓展，中国玻纤行业仍有广阔的发展空间。

2. 公司规模优势仍然显著。公司是全球六大、中国三大玻璃纤维制造企业之一，跟踪期内公司玻纤产能规模位居全国第二，公司产品系列齐全、规模优势明显，市场份额较高。

3. 公司产能进一步扩大，产销量实现增长。2019 年，公司在满莊新区的玻纤产能进一步提高，公司产销量增长、单位生产成本降低，主营业务收入和经营现金流保持良好水平。

4. 本部关停后将获得政府土地收储等金额较大。公司本部的老厂区产线将在 2020 年 8 月前陆续关停，将获得土地收储金 8 亿元以及 1.3 亿元的停业损失补偿和设备损失及重置投资补偿等。

关注

1．新增产能无法完全释放。公司目前仍处于产能扩张阶段，若未来宏观经济、行业周期波动导致公司新增产能不能完全释放，可能对公司经营绩效造成不利影响。

2．汇率变动及贸易摩擦风险。公司部分产品用于出口，汇率变动及贸易摩擦可能对公司产品的销量及价格产生不利影响，进而影响公司经营业绩。

3．盈利水平下滑及投资压力较大。2019 年，由于行业新增产能较多导致玻纤产品价格下滑进而导致公司盈利水平下降。同时，未来随着在建项目的推进，公司面临较大的资本支出压力。

分析师

王　越　登记编号（R0040216050003）
樊　思　登记编号（R0040218010005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

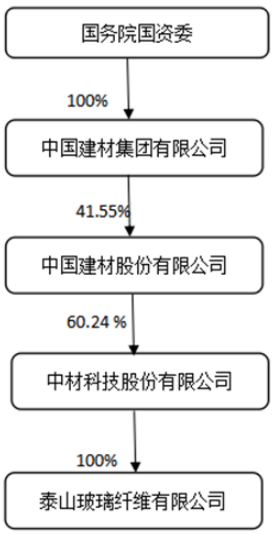
联合信用评级有限公司

一、主体概况

泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“公司”或“泰山玻纤”）前身是始建于1990年的泰安市属企业泰安泰山复合材料厂。2001年7月，公司完成债转股，并由中国信达资产管理公司、泰安市国有资产经营有限公司、山东省国际信托投资公司、山东省高新技术投资有限公司、南京玻璃纤维研究设计院发起设立泰山玻璃纤维股份有限公司，注册资本变为47,858.98万元，其中中国信达资产管理公司、泰安市国有资产经营有限公司分别持股48.84%和23.18%，山东国际信托投资公司、山东省高新技术投资有限公司和南京玻璃纤维研究设计院分别持股14.32%、12.81%和0.85%。后经多次转股及增资，公司成为中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）的全资子公司，并更名为现用名。

2015年4月，公司开始与同一控制下的关联方中材科技股份有限公司（以下简称“中材科技”）进行资产重组；2016年3月，中材科技完成泰山玻纤的股权过户手续及相关工商变更登记；公司成为中材科技的全资子公司。2016年5月，中材科技对公司增资125,000万元，其中增加注册资本78,616.35万元，增加资本公积46,386.35万元。2018年10月，中材科技对公司增资69,698万元，公司注册资本增至39,1172.45万元。截至2020年3月底，公司实收资本为39,1172.45万元。公司为中材科技全资子公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

图1　截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司组织结构（见附件1）无变化；经营范围无变化，公司的主营业务仍为玻璃纤维及制品的制造和销售，主要产品包括粗纱、经编织物、短切纤维、毡制品、耐碱纤维等。

截至2020年3月底，公司共有5家二级子公司；公司共有在职员工8,340人。

截至2019年末，公司合并资产总额160.24亿元，负债合计84.02亿元，所有者权益76.23亿元，其中归属于母公司所有者权益73.51亿元。2019年，公司实现营业收入59.39亿元，净利润8.35亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润8.14亿元；经营活动产生的现金流量净额10.39亿元，现金及现金等价物净增加额2.34亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额166.93亿元，负债合计88.55亿元，所有者权益78.38亿元，其中归属于母公司所有者权益75.59亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入12.68亿元，

净利润 2.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.83 亿元。

公司注册地址：山东省泰安市经济开发区；法定代表人：唐志尧。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕592 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 7 亿元的公司债券。公司于 2016 年 9 月完成了 7 亿元的公司债券发行（债券简称：“16 泰玻债”，债券代码：“136377.SH”，债券期限：“3+2 年”），该债券附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。“16 泰玻债”于 2016 年 9 月 6 日正式起息，付息日为存续期内每年的 9 月 6 日。2019 年 9 月 6 日，投资者未行使回售选择权。2019 年 9 月 6 日，公司已按期支付了 2018 年 9 月 6 日至 2019 年 9 月 5 日期间的利息。

“16 泰玻债”募集资金净额为 69,580 万元，其中 40,250 万元已用于偿还银行贷款，29,330 万元已用于补充流动资金，截至 2020 年 3 月底，债券募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。

表 1　公司债券发行相关情况

名称	证券代码	上市日期	起息日	到期日	金额（亿元）	期限（年）	票面利率
16 泰玻债	136377.SH	2016-10-10	2016-09-06	2021-09-06	7.00	5（3+2）	2016.09.06－2019.09.05：3.57%；2019.09.06－2021.09.05：4.40%

资料来源：Wind

三、行业分析

公司主要从事无碱玻璃纤维及制品的制造及销售，属于玻璃纤维行业。

1. 行业概况

玻璃纤维行业仍然维持寡头垄断格局，行业龙头企业基于技术、资金等优势，大力扩建池窑拉丝项目，行业集中度不断提高，同时也导致行业供需阶段性失衡，2019年玻璃纤维产品价格下跌，行业利润下滑。由于中美贸易摩擦导致玻璃纤维产品被加征关税，2019年玻璃纤维出口有所下滑，但国内企业积极开展海外产能布局规避贸易摩擦。

玻璃纤维（也称为玻纤）是一种性能优越的非金属无机材料，具有绝缘性好、耐热性强、抗腐蚀性好、机械强度高等特点。玻璃纤维作为新型材料，通常作为复合材料中的增强材料、电绝缘材料和绝热保温材料等，广泛应用于国民经济各个领域。

由于玻璃纤维行业属于资本、技术密集型企业，行业长期处于全球性的寡头垄断阶段。玻纤企业主要有六大企业，分别为美国欧文斯·科宁公司（OC）、日本电气硝子公司（NEG）、巨石集团有限公司（以下简称“巨石集团”）、重庆国际复合材料有限公司（以下简称“重庆国际”）、泰山玻纤、佳斯迈威（JM），上述企业的玻纤年产能合计占到全球玻纤总产能的75%以上，我国三大玻纤生产企业的玻纤年产能合计占到国内玻纤产能的70%以上。近年来，我国限制陶土坩锅、代铂坩锅等落后产能的发展，不断提升行业准入标准，同时鼓励、支持重点池窑玻纤基地的发展，相应玻纤生产工艺水平不断提升。行业龙头企业基于技术、资金等优势，大力扩建池窑拉丝项目，行业集中度不断提高，由于行业有较高的准入门槛，寡头垄断格局还将持续。

供给方面，随着环保督察导致不合规小厂陆续关停，行业产品结构和产能结构持续优化，近年来新增产能主要来自于巨石集团等龙头企业，且主要是中高端产能。据初步统计，2019年，中国玻

璃纤维纱总产量达到527万吨，同比增长12.61%。其中，电子纱、普通增强纱、热塑纱等玻纤纱品种增长明显，导致市场供需失衡，价格处于低位；风电纱、工业用纱等品种增长较少，市场供需相对稳定。池窑方面，2019年，池窑纱产量为492万吨，同比增长12.33%，池窑产量占比达93.3%。随着新增产能的快速释放，自2018年下半年以来，池窑纱产量增速快速上涨，池窑纱市场供需明显失衡，产品价格大幅下跌。根据国家统计局统计，2019年，玻璃纤维行业规模以上企业主营业务收入同比下降1.40%，利润总额同比下降24.90%。这是自2011年以来，行业主营收入首次出现同比下降，同时也是自2014年以来，利润总额增速首次低于主营业务收入增速。

产品出口方面，2018年9月24日和2019年5月10日，美国先后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10%和25%进口关税，受此影响，我国玻纤及制品对美出口出现较大幅度波动。2019年，国内玻纤行业实现玻璃纤维及制品出口153.90万吨，同比减少3.83%；出口金额22.80亿美元，同比减少6.25%。为减少贸易摩擦对我国玻纤行业健康有序发展的影响，行业提出了降低贸易出口比例、积极开展海外产能布局的规划。2019年末，国内产品外贸出口比例已降低至29.20%。与此同时，中国企业海外工厂玻纤纱产量已达到40余万吨，有效替代了行业外贸出口，逐步实现企业全球化发展。

2. 行业需求

2019 年玻璃纤维下游需求表现较为分化，风电行业仍保持快速增长，汽车行业产量大幅下滑；长期看，在未来汽车轻量化、电子行业等高速发展的带动下，玻纤需求有望保持中高速发展。

中国的人均玻纤年消费量大大低于发达国家人均玻纤年消费量，其他很多发展中国家玻纤消费量更低，发展中国家玻纤产品的应用领域远未被充分开发，玻纤行业未来发展空间巨大。玻纤行业的平均增速一般为该国GDP增速的1.5－2倍。目前玻纤产品下游市场分布广泛，以最早发明并工业化应用的美国市场为例，玻纤下游应用种类超过60,000种。中国虽然近几年已经超越美国发展成为最大的玻纤生产国和消费国，但目前成熟并广泛应用的下游领域仅有美国的十分之一。玻纤下游的主要应用领域包括：

（1）风电与新能源领域

2019年，受补贴退坡刺激及海上风电发展提速的共同影响，我国风电市场保持高速增长态势，新增吊装容量达到28,900兆瓦，同比增长36.7%，新增装机容量全球占比达到48%。其中，陆上风电新增2,620万千瓦、增速近36%，海上风电新增270万千瓦、增速高达57%。受风电新增装机总容量快速上涨的需求拉动，2019年度风电用复合材料订单大幅增长。同时随着海上风电、低风速区风电项目的快速增长，行业内加快大兆瓦级风电机组研发与推广，一批风电新产品陆续下线。

（2）建筑与建材领域

玻纤复合材料制品在各类轻质建筑、节能房屋、公共场所、景观建筑，以及建筑卫浴、安全防护等领域得到越来越多的推广应用。建筑与建材市场是复合材料制品的重点应用市场，市场潜力和容量巨大，有待于行业深入开发。美国、日本及欧洲在建筑建材用复合材料研发与应用方面，有丰富的先进经验。

（3）汽车与交通领域

据中国汽车工业协会统计，2019年我国汽车产销分别完成2,572.10万辆和2,576.90万辆，同比分别下降7.50%和8.20%，连续两年呈下降趋势。其中，客车产量47.20万辆，同比下降3.50%；货车产量388.80万辆，同比增长2.60%；新能源汽车产量124.20万辆，同比下降2.30%。在其影响下，各类车用复合材料需求增速出现下滑。随着中国社会汽车保有量的日渐提升，如何优化存量，发挥复合材

料在汽车轻量化方面的潜在优势，以优异的性价比提升单台车的复合材料制品使用比例，是未来车用复合材料研发与拓展的重点方向。

（4）电子电气领域

电子玻纤纱是一种绝缘性较好的玻纤材料，可制成玻纤布，用于印制电路板（PCB）的核心基材—覆铜板的生产。电子玻纤纱约占覆铜板成本的25%－40%，是制备PCB的重要原材料，其需求与PCB行业发展息息相关。PCB行业下游应用广泛，与电子相关联的行业以及消费端均能见到其身影，因此市场规模巨大。近年来我国PCB迎来快速发展，预计到2020年我国PCB行业产值将达310.95亿美元，占全球总产值的比重为50.99%。

3. 行业关注

（1）原材料、燃料价格及供应风险

玻纤产品在生产过程中需要消耗大量的电、天然气以及矿石、化工辅料。原材料的供应状况及供应价格的变化将影响玻纤产品的生产及成本。同时，由于玻纤池窑生产具有连续性，无法停工，玻纤企业可能面临为应对天气寒冷、气源供应不足等因素造成的燃料短缺问题。

（2）行业竞争加剧风险

近年来，玻纤行业产能扩张较为明显，导致产品价格大幅下降，行业利润下滑，行业竞争激烈。

（3）汇率波动影响企业营业收入和利润

中国玻纤制品约 30%用于出口，出口依赖度较高，人民币汇率的波动将直接影响行业收入和利润。随着未来人民币汇率波动幅度、频率的扩大，玻纤生产企业在出口过程中将面临更大的汇率波动风险。

（4）贸易壁垒

由于国际经济萧条，各国贸易保护主义抬头。2018 年 9 月 24 日和 2019 年 5 月 10 日，美国先后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 10%和 25%进口关税，受此影响，我国玻纤及制品对美出口出现较大幅度波动。主要出口地区贸易保护措施的持续，对中国玻纤企业的对外贸易会产生一定影响，中国玻纤企业实行国际化布局和海外基地建设是未来规避贸易壁垒的有效途径。

4. 未来发展

（1）行业集中度高，寡头竞争格局保持不变

如今全球前六大玻纤企业约占据全球 75%左右的产能，寡头竞争格局在过去十年未有变化。行业较高的进入壁垒和下游复合材料行业对玻纤品牌、品质、企业知名度的重视，使现有竞争格局得以维持，行业领军企业优势将变得更加明显，特别是以中国巨石为代表的中国玻纤企业在未来全球玻纤行业中将继续起到主导和引领的作用。

（2）中国企业坚持自主创新，技术水平不断提高

玻璃纤维行业具有集中度高的竞争格局，新进入企业很难通过技术转让获取玻纤生产的核心技术。面对已有几十年发展历史的海外玻纤企业，中国玻纤企业凭借不断增强自主创新能力及加大技术研发投入，玻璃纤维的生产工艺、技术水平已明显赶超国外企业，以巨石集团为代表的国内企业更是在大型池窑建设、大漏板加工、纯氧燃烧、浸润剂和玻璃配方等核心技术领域处于领先地位。

（3）欧美玻纤企业产能增长减缓，国内玻纤产业发展迅速

近年来，国内玻纤制造企业凭借技术进步、成本降低和持续的产品质量提升抢占了大量的海外

市场。由于国内玻纤企业竞争优势明显，国外传统玻纤企业近几年已基本没有新增产能，且有规模较小的企业停产、破产。中国的玻纤产能在近三年年均复合增长率达到 6.65%，而同期全球产能年均复合增长率仅为 1.70%，国内玻纤产能已超过全球玻纤总产能的 50%以上。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化，目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，公司管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司主营业务收入较上年基本保持稳定；综合毛利率由于细纱销售价格大幅下滑影响有所下降，整体盈利能力仍维持较好水平。

跟踪期内，公司仍主要从事玻璃纤维产品的生产和销售，主导产品涵盖无碱玻纤无捻粗纱系列、短切毡、方格布、风电叶片用多轴向经编织物、热塑性短切纤维、热塑性长纤维、耐酸型的无碱无硼 TCR 纤维、电子级细纱等。2019 年公司实现营业收入 59.39 亿元，同比增长 1.01%，其中主营业务收入 57.38 亿元（占营业收入 96.62%），同比增长 0.26%，变动幅度不大。2019 年，公司实现净利润 8.35 亿元，同比下降 13.15%，主要系行业新增产能较多导致细纱产品价格大幅下降所致。

从主营业务收入构成看，公司主营业务可分为玻璃纤维纱和玻璃纤维制品两大类，2019 年占比分别为 62.26%和 37.74%，玻璃纤维制品占比较上年提高 4.73 个百分点，主要系玻纤制品产销量增加导致收入同比提高 14.55%所致。玻璃纤维粗纱作为公司主要产品，收入占比仍保持较高水平，2019 年玻璃纤维粗纱收入同比增长 3.11%至 28.28 亿元，变动幅度不大；玻璃纤维细纱收入同比下降 31.68%至 7.44 亿元，主要系市场供需失衡导致产品销售价格大幅下滑所致。公司生产的 HMG、磨碎纤维等特殊产品前期因产能小统一归类在其他产品核算，从 2018 年其该产品批量生产、产品性能稳定后，根据产品性能重新分类至粗纱、细纱内。

从毛利率水平看，2019 年公司玻璃纤维粗纱的毛利率同比提高了 1.02 个百分点至 34.66%；玻璃纤维细纱由于产品市场价大幅下跌导致毛利率大幅下滑 35.22 个百分点至 12.50%；玻璃纤维制品由于产能释放摊薄产品成本带动毛利率同比提高了 4.12 个百分点至 35.39%。2019 年，公司综合毛利率同比下降了 3.47 个百分点至 32.06%，仍保持较高水平。

表 2　2017－2019 年公司主营业务收入及其构成和毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

产品		2017 年			2018 年			2019 年			2019 年相对 2018 年变化情况	
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率
无碱玻璃纤维纱	粗纱	23.17	44.31	32.18	27.43	47.92	33.64	28.28	49.29	34.66	3.11	1.02
	细纱	10.48	20.03	42.92	10.90	19.02	47.72	7.44	12.97	12.50	-31.68	-35.22
玻璃纤维制品		17.48	33.43	29.31	18.90	33.01	31.27	21.65	37.74	35.39	14.60	4.12
其他		1.16	2.23	99.87	0.02	0.03	19.32	--	--	--	--	--
合计		**52.29**	**100.00**	**34.88**	**57.24**	**100.00**	**35.53**	**57.38**	**100.00**	**32.06**	**0.25**	**-3.47**

注：无碱玻璃纤维粗纱中包含了耐碱纤维，无碱玻璃纤维细纱包含了电子布
资料来源：公司提供

2. 原料采购

2019年，公司整体采购规模受产能释放影响而扩大。公司生石灰、硼钙石、天然气的采购均价较上年略有上涨，不利于公司的成本控制。

公司共有三个生产基地，分别为本部、新区和泰山玻璃纤维邹城有限公司（以下简称“邹城公司”），公司生产过程中成本支出仍以矿石和燃料为主。矿石材料包括叶腊石、生石灰、石英粉及硼钙石等；燃料全部为天然气。2017－2019年，公司主要原材料的采购情况如下表所示：

表 3　2017－2019 年公司主要原材料采购情况

主要原材料名称	采购量（吨、万立方米）			采购平均价格（元/吨、元/立方米）		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
叶腊石	310,057	255,963	89,758	598	595	580
叶腊石块	--	--	327,200	--	--	422
生石灰	128,704	150,015	180,374	569	626	648
石英粉	127,553	132,983	160,083	455	502	498
硼钙石	15,240	9,576	11,808	2,947	2,835	2,858
天然气	10,104	10,945	12,451	2.58	2.67	2.82

注：2017－2018年叶腊石统计口径只包含粉料采购，未包含原石采购。
资料来源：公司提供

矿石材料中的叶腊石是公司采购量最大的原材料，全部由全资子公司泰安华泰非金属微粉有限公司（以下简称“华泰公司”）负责采购。华泰公司原料采购较为分散，叶腊石供应商多达十几家，华泰公司与供应商之间的叶腊石采购价格依据市场价格协商确定。华泰公司为确保叶腊石的稳定供应，一是与供应商签订采购合同，并一周一次电话沟通其生产经营情况；二是保持充足的后备供应商；三是始终保持三个月的叶腊石原料储备。2018 年公司投产粉料加工线后，2019 年叶腊石粉料采购量下降，叶腊石块采购量有所增加。叶腊石采购价格略有下降。

生石灰、石英粉及硼钙石等矿石材料通过公司每年度的市场招标确定供应商，主要以半年左右的长期合同为主。生石灰、石英粉的市场供应充足，但由于我国环保政策趋严导致部分矿山开采受限，在供需紧平衡的状态下，2019 年生石灰采购价格略有上涨，石英粉采购价格基本保持稳定，硼钙石价格略有上涨，上述原材料采购数量随公司生产规模的扩大而增长。

公司本部和新区生产所需天然气均由控股公司泰安安泰燃气有限公司（以下简称“燃气公司”）供应。邹城公司生产所需天然气由当地燃气公司供应。天然气结算价格受政府定价影响，2019 采购单价有所上升。由于公司近年来产能扩张较快，公司约三分之一的天然气供给需采购液化天然气（取暖季区间）补充，进口液化天然气价格变动易对公司生产成本控制产生不利影响。

2019 年公司向前五名供应商采购额 10.00 亿元，占年度采购总额 15%，客户集中度一般。结算方式上，主要原材料中除天然气外，公司与供应商之间交易模式主要为先货后款，主要以银行承兑汇票为主，公司天然气采购是以现金预付款的方式进行交易。

3. 生产情况

2019年，公司稳步推进新区产能建设，启动老厂区搬迁工作，设备、工艺技术以及生产规模不断提升，产品结构不断完善，产品产量实现增长。同时，生产成本逐渐下降，公司竞争力有所增强，总体产能利用率处于较高水平。

截至2019年末，公司三大生产基地共有16条玻璃纤维生产线处于运行中，公司在运行生产线的

设计产能合计达到77.68万吨，位居国际前列，规模优势显著。其中，设备较为先进、机械化程度高、投产时间短的新区设计产能达到57.50万吨。2019年公司全年实现降本1.31亿元，综合制品生产成本同比下降147元/吨，降幅3.4%。

2013年以来，由于部分池窑生产线接近使用周期上限，公司陆续关停了本部5#、6#、7#、8#和邹城公司2#生产线，截至2019年末，本部在运行的生产线实际合计为13.5万吨，同时随着在新区建成的生产线投产，公司逐步完成对淘汰产能的置换，公司新区在建的F06#（12万吨级）生产线于2019年3月投产，当年产量10.88万吨，截至2019年末新区设计产能达到57.50万吨，仍有2条产线（F07#和F08#）处于建设中（设计产能13万吨）。公司本部的土地已规划为市政公用设施及商住用地，公司应按照政府的相关要求搬迁，按照与政府签订的协议，公司本部的老厂区产线将在2020年8月前陆续关停，将获得土地收储金8亿元以及1.3亿元的停业损失补偿和一次性补偿设备损失及重置投资等。截至2019年末，邹城公司在运行的生产线产能合计为18.68万吨，产能为6万吨的3#生产线于2019年1月进行冷修，该生产线主要生产粗纱产品。

随着新区新建的F06#生产线（设计产能12万吨）于2019年3月投产，同时叠加公司邹城3#生产线（设计产能6万吨）于2019年1月冷修，2019年公司原丝产量91.47万吨，同比增长5.54%。根据公司现有生产线的生产计划，并考虑F07#和F08#于2020年投产，同时公司本部产能完全被置换的因素影响，2020年公司计划生产原丝92万吨。

窑炉设备是公司最主要设备，其产能决定了产品总产能，2019年总产能利用率99.51%，总体产能利用率仍较好。公司玻璃纤维纱分为粗纱和细纱，主要产品包括直接无捻粗纱、合股无捻粗纱和细纱，2019年，公司各类玻纤产品产量均同比有所提高。

表 4　2017－2019 年公司产品生产能力及产能利用率情况（单位：吨/年、吨、%）

产品分类		2017 年	2018 年	2019 年
合计产能		75.03	83.36	89.60
产量	粗纱	41.19	47.48	49.02
	细纱	6.81	7.59	8.14
	玻璃纤维制品	25.45	27.80	31.59
	其他	0.20	0.36	0.42
	合计产量	**73.65**	**83.23**	**89.16**
合计产能利用率		**98.16**	**99.84**	**99.51**

资料来源：公司提供

4. 市场销售

2019 年以来，玻纤行业景气度下行，加之贸易保护政策对海外销售产生一定不利影响，部分玻纤产品价格有所下降，但受益于公司优化产品结构以及销售规模扩大，整体经营状况良好。

公司的销售区域广泛，覆盖全国 30 多个省市，还大量出口北美、欧洲、亚洲、澳洲等 60 多个国家和地区，目前玻纤产品约 2－3 成产品用于出口，外销对公司销售规模影响较大。

2019 年，公司销售模式和销售流程未发生变化。产品销售方面，公司 2019 年销售的产品仍主要包括粗纱、细纱、短切纤维、方格布、电子布、毡制品、经编织物、耐碱纤维等九大类，公司各类产品的销售情况如下表所示。从销量来看，公司各类产品销量均实现不同程度增长，粗纱产销率较上年变动不大，仍维持较高水平，但细纱产销率同比下降了 6.66 个百分点，主要系行业供给增加，市场竞争加剧所致。从销售价格来看，由于短期内行业产能增幅较大，一定程度上冲击了产品市场

价格，粗纱和细纱销售价格均有所下滑，其中细纱销售价格同比下降 31.81%，主要系电子纱价格大幅下跌所致。玻璃纤维制品销售价格同比略有提高。

表 5　公司目前主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品分类		项目	2017 年	2018 年	2019 年
无碱玻璃纤维纱	粗纱	销售量	41.92	49.40	53.29
		均价	5,527.64	5,551.63	5,308.59
		产销率	101.76	104.06	108.71
	细纱	销售量	7.08	7.67	7.68
		均价	14,803.13	14,203.28	9,685.72
		产销率	103.98	101.09	94.43
玻璃纤维制品		销售量	24.68	27.19	30.42
		均价	7,082.77	6,949.28	7,117.87
		产销率	96.99	97.80	96.31

资料来源：公司提供

从公司产品销售的地域分布来看，2019 年出口占 23.00%，占比较上年减少 6.74 个百分点；总出口数量 21.22 万吨，同比减少 15.33%；出口金额 13.91 亿元，同比下降 19.92%，主要系 2018 年 9 月美国对华玻纤产品首轮 10%新增关税实施以来，公司在美国的销售受到新增关税的冲击，产品竞争力出现一定下滑，未来公司将通过设立海外基地的方式规避贸易摩擦。2019 年以来，欧盟委员会（以下简称“欧委会”）对进口自中国、埃及的特定玻璃纤维织物发起反倾销调查，欧委会对公司及其关联公司进行了反倾销程序下的核查，目前尚未得到最终裁决。总体看，公司未来产品出口面临汇兑损失和贸易政策的风险。

表 6　2017－2019 年公司玻纤产品出口情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
总出口数量（吨）	222,483	250,653	212,238
总出口销售额（亿元）	15.82	17.37	13.91
出口量/总销量（%）	30.20	29.74	23.00

资料来源：公司提供

玻纤产品应用领域广泛，公司产品涉及下游行业众多，单个行业占比较低，如下表所示，同时，公司持续优化产品结构，应用于电子电器行业的中高端产品占比仍较高；同时公司根据市场需求变化和新材料、新产品发展趋势，积极主动调整结构，2019 年公司优先确保风电产品供货，大力开拓风电用高模玻纤市场，风电行业销售占比较上年提高 7 个百分点至 17%。客户集中度方面，2019 年，公司前五大客户合计销售额 11.78 亿元，占年度销售总额 22%，公司客户集中度较低。

表 7　公司产品销售下游行业占比情况（单位：%）

年份	交通运输	风电	建筑	电子电器	工业管罐	其他
2017 年	27	13	22	25	9	4
2018 年	30	10	21	22	13	4
2019 年	26	17	19	20	13	5

资料来源：公司提供

2019 年，公司结算方式未发生改变，采用承兑、电汇、信用证、托收等方式收款。对于采购量

小的客户采取现款现货方式，对于合作期限较长、量大、信誉好的客户给予 2－3 个月不等的账期。

5. 经营效率

公司经营效率较上年略有下降，但仍属较好水平。

2019 年，公司应收账款周转次数由上年的 4.86 次下降为 4.50 次，主要系行业竞争加剧，适当延长信用周期导致应收账款大幅增加所致；公司存货周转次数由上年的 5.18 次下降为 5.00 次；总资产周转次数由上年的 0.41 次下降至 0.39 次，较上年均变动不大，公司整体经营效率仍较好。

6. 在建及拟建项目

公司在建项目以扩大玻纤产能、优化产品结构为主。公司在建及拟建项目投资规模较大，2020 年公司资金压力较大，且大部分资金来自债务融资，公司面临较大的外部融资压力，债务负担可能进一步加重。但项目建成将进一步提升公司的产能规模、巩固行业地位。

根据公司的未来发展规划，预计到 2020 年，公司在国内玻璃纤维产能将达 100 万吨，同时，公司将优化产品结构，扩大高附加值产品的生产比例。因此近两年公司仍以产能扩张为主，同时扩大对高端产品生产线的投资，以及对老生产线的冷修改造。公司主要项目有年产 9 万吨高性能玻璃纤维生产线项目(F07 线)、年产 4 万吨 AR 玻璃纤维生产线项目(F08 线)、超细电子纱产业化项目、年产 6,700 万米电子布生产线、年产 6,700 万米电子布生产线、年产 6 万吨无碱玻璃纤维细纱池窑拉丝生产线技术改造项目（ZF01 冷修改造）和年产 9 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线技术改造（4#线冷修改造）等项目，合计计划总投资 54.19 亿元，资金来源以企业自筹和债务融资为主。截至 2019 年末，主要项目已投资 35.01 亿元，根据公司的投资规划，2020 年仍面临较大的投资压力。

表 8　截至 2019 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项　目	项目情况	计划总投资	资金来源规划		2019 年末已完成投资	投资规划		
			企业自筹	债务融资		2020 年	2021 年	2022 年及以后
年产 40,000 吨 AR 玻璃纤维生产线项目(F08 线)	泰山玻纤建设年产 40000 吨耐碱玻璃纤维生产线	4.67	1.41	3.26	1.54	2.25	0.10	0.77
2 号经编车间建设项目	泰山玻纤建设 2 号经编车间	2.84	0.86	1.98	0.00	1.60	0.60	
年产 9 万吨高性能玻璃纤维生产线项目(F07 线)	泰山玻纤建设年产 9 万吨高性能玻璃纤维生产线	8.83	2.70	6.13	0.86	3.12	0.47	0.99
水性新材料项目	泰山玻纤建设浸润剂原料加工车间及配套设施	3.30	1.34	1.96	0.45	2.29	0.24	0.49
玻璃纤维废丝综合利用及包材配套项目	泰山玻纤进行废丝综合利用及包材配套建设	1.88	0.58	1.29	0.23	1.62		
玻纤增强热塑性复合材料托盘项目	泰山玻纤进行塑料托盘项目搬迁扩建	0.58	0.19	0.39	0.00	0.40	0.09	
湿法毡项目	泰山玻纤进行湿法毡项目建设	2.23	0.83	1.40	0.00	1.40	0.54	0.11
综合利用车间项目	泰山玻纤建设综合利用车间	1.93	0.63	1.30	0.00	1.20	0.23	0.32
超细电子纱产业化项目	泰山玻纤邹城公司建设年产 5000 吨超细纱生产线	4.96	1.50	3.46	2.35	1.70	0.19	0.26
年产 6,700 万米电子布生产线	泰山玻纤邹城公司建设二期 6700 万平米电子布项目及配套设施	4.91	1.50	3.41	3.29	1.02	0.20	
年产 6 万吨无碱玻璃纤维细纱池窑拉丝生产线技术改造项目(ZF01 冷修改造)	泰山玻纤邹城公司将原一二线冷修改造建设 6 万吨细纱生产线	9.99	3.20	6.79	0.00	2.96	3.00	2.67
年产 9 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线技术改造(4#线冷修改造)	泰山玻纤邹城公司将原四线 6 万吨冷修改造建设 9 万吨生产线	8.09	4.45	3.64	0.00	2.80	1.00	0.07
合计		**54.19**	**19.19**	**35.01**	**8.742**	**22.36**	**6.66**	**5.68**

资料来源：公司提供

7. 关联交易

公司关联交易为经营所需，且主要按照市场定价，2019 年与中材科技及其下属公司的关联销售规模较上年有所提高，但占比仍较低，公司关联交易风险可控。

公司作为中材科技的子公司，在日常交易中，与中材科技及其子公司存在产品销售及资金往来。公司关联交易情况如下表所示：

表 9　2017－2019 年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2017 年	8,707.33	2.49	33,027.89	6.22
2018 年	13,856.12	3.63	47,256.01	8.04
2019 年	31,614.12	6.29	61,746.80	10.40

资料来源：公司提供

2019 年，公司向关联方采购商品、接受劳务支付的金额为 31,614.12 万元，占营业成本的比例较 2018 年有所提高，但占比较低；公司向关联方销售商品、提供劳务支付的金额为 61,746.80 万元，占营业收入的比例较 2018 年提高，但占比较低。公司向关联方销售主要是向同一控制下的中材科技风电叶片股份有限公司销售风电叶片所需的玻纤产品，主要按照市场定价。

8. 经营关注

（1）宏观经济、行业周期波动导致新增产能能否及时消纳的风险

公司所产的玻璃纤维产品用途广泛，应用于交通、建筑、电子电气、消费品、风能发电、航天航空等领域，与国民经济的景气程度具有很强的相关性，其需求受制于整个国家的经济发展速度、城市化进程以及全社会固定资产投资、基础设施投资的规模及增长速度，宏观经济形势的变化将影响玻纤行业的供求关系、产品价格与产品结构。公司目前正处于产能扩张阶段，若未来宏观经济、行业周期波动导致公司产能不能及时消纳，可能对公司经营绩效造成不利影响。

（2）汇率波动及贸易摩擦的风险

公司作为全球六大玻璃纤维企业之一，有近 20%以上的产品是销往国外、特别是北美市场，出口收入是公司营业收入的重要组成部分。人民币汇率的变化一方面可能影响公司产品的销售价格，从而影响销量和利润；另一方面可能会影响公司的外汇收入结算，带来一定的汇兑损失。同时，欧盟对原产于中国的连续玻璃纤维长丝所采取的反倾销措施以及中美贸易战的持续将对公司对外贸易产生一定不利影响。

（3）原材料、燃料价格及供应风险

公司作为大型玻璃纤维及制品制造企业，在生产过程中需要消耗大量的电、天然气以及矿石、化工辅料。在环保趋严的大环境下，原材料及燃料供给趋于紧平衡，2019 年部分原材料价格出现不同程度上涨，企业生产成本提高，未来原材料的供应状况及供应价格的变化将影响公司的生产及成本。

9. 未来发展

公司未来仍将继续扩大生产规模，进行产品结构调整和升级，公司的盈利能力和综合竞争力有望进一步提升。

公司中长期战略规划为：调整、提升、国际化，实现“双百”目标（100 万吨产能、100 亿销售

收入）。具体来看，到 2020 年实现 91 万吨玻璃纤维生产规模（其中满莊新区 70 万吨/年，邹城公司 21 万吨/年），1.50 亿米电子布，实现销售收入 61 亿元，利润总额 8－10 亿元。

淘汰、改造与新区建设同时推进。2020 年本部 4 条生产线全部关停，年底本部 890 亩土地由泰安市政府收储开发。在国内生产规模达到 100 万吨后，不再轻易投资新窑炉项目，而是注重结构优化、扩大高附加值产品比例、产品（业）链的延伸和转型以及国外产业布局。

六、财务分析

1．财务概况

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司 2019 年度财务数据，并出具了标准无保留审计意见；公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。2019 年公司纳入合并范围的二级子公司 5 家，合并范围较上年无变化，会计政策连续，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 160.24 亿元，负债合计 84.02 亿元，所有者权益 76.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 73.51 亿元。2019 年，公司实现营业收入 59.39 亿元，净利润 8.35 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 8.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.34 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 166.93 亿元，负债合计 88.55 亿元，所有者权益 78.38 亿元，其中归属于母公司所有者权益 75.59 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 12.68 亿元，净利润 2.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.83 亿元。

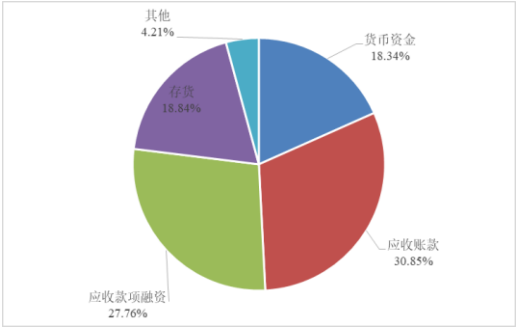
2．资产质量

2019 年，受公司产销规模增长，公司应收款项融资和存货增加。同时，公司仍在扩建新产能，非流动资产中的在建工程和固定资产增加额度较大，公司资产构成仍旧以非流动资产为主。考虑到公司非流动资产的增长将带来产品产能增加和产品经济价值的提升，且总资产受限比例较低，公司整体资产质量较高。

截至2019年末，公司合并资产总额160.24亿元，较年初增长8.31%，主要系公司产能扩张导致非流动资产增长所致。其中，流动资产占28.21%，非流动资产占71.79%，资产结构较年初变化不大，资产构成仍以非流动资产为主，符合公司所在行业特点。

截至 2019 年末，公司流动资产 45.20 亿元，较年初增长 12.24%，主要系货币资金和应收账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 18.34%）、应收款项融资（占 27.76%）、应收账款（占 30.85%）和存货（占 18.84%）构成。

图 2　截至 2019 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司货币资金为 8.29 亿元，较年初增长 39.34%，主要系经营现金留存所致，公司货币资金主要由银行存款（占 95.17%）和因银行承兑汇票保证金、履约保证金而使用受限的其他货币资金（占 4.83%）构成，受限资金占比不高。

由于新的会计准则导致会计科目调整，截至 2019 年末，公司应收款项融资 12.55 亿元（年初应收票据为 12.19 亿元）。

截至 2019 年末，公司应收账款为 13.94 亿元，较年初增长 19.05%，主要系延长下游信用周期所致；公司共计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例为 2.61%。从账龄结构来看，应收账款余额中 1 年以内的占 94.43%，整体账龄较短。从集中度来看，公司应收账款前五名客户合计占 31.15%，集中度尚可。

截至 2019 年末，公司存货为 8.51 亿元，较年初增长 13.75%，主要系公司生产规模扩大导致库存产品增加所致；公司存货主要由原材料（占 26.83%）和库存商品（占 67.44%）构成。公司共计提存货跌价准备 1,224.03 万元，公司产品价格波动幅度较大，存在一定存货跌价风险。

截至 2019 年末，公司非流动资产 115.05 亿元，较年初增长 6.85%，主要系在建工程和固定资产增长所致，公司非流动资产主要由固定资产（占 81.31%）、在建工程（占 9.49%）和无形资产（占 5.49%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产 93.54 亿元，较年初增长 2.06%，较年初变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占 25.61%）、机器设备（占 69.69%）构成，累计计提折旧 28.51 亿元；固定资产成新率 73.49%，成新率较高。

截至 2019 年末，公司在建工程 10.91 亿元，较年初增长 37.51%，主要系在建项目持续投入所致，在建项目中余额较大的项目有邹城公司二期电子布项目（3.02 亿元）、邹城 5,000 吨超细点子纱生产线项目（2.48 亿元）、4 万吨 AR 玻璃纤维生产线（F08 项目）（1.31 亿元）、年产 9 万吨高性能玻璃纤维生产线（F07）（1.19 亿元）等；在建项目计提减值准备 0.09 亿元，主要系扎鲁特旗泰达非金属材料有限公司厂房和泰玻叶腊石项目暂停建设，公司对上述项目账面余额已全部计提减值。

截至 2019 年末，公司无形资产 6.32 亿元，较年初增长 1.92%，较年初变化不大。公司无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销 1.64 亿元，计提减值准备 0.01 亿元。

截至 2019 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产总额为 12.00 亿元，其中因保证金受限的货币资金 0.40 亿元，因质押开票而受限的应收款项融资 5.96 亿元；因借款抵押而受限的固定资产和无形资产分别为 5.37 亿元和 0.86 亿元。公司受限资产占总资产的比例为 7.49%，总体受限比例较低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 166.93 亿元，较年初增长 4.17%。其中，流动资产占 29.31%，非流动资产占 70.69%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

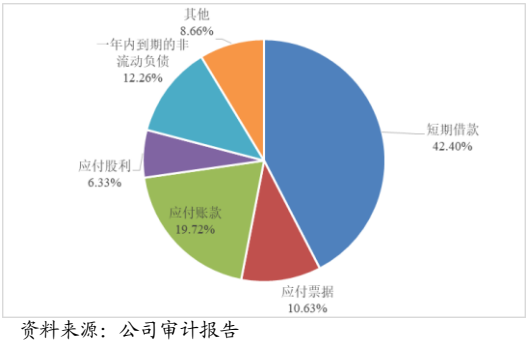
截至 2019 年末，公司负债规模和债务规模略有上涨，债务结构较为均衡，同时股东中材科技对公司予以一定资金支持；公司未分配利润增加带动公司所有者权益进一步扩大。

截至 2019 年末，公司负债总额 84.02 亿元，较年初增长 8.61%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 59.97%，非流动负债占 40.03%，负债结构较年初变化不大，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债 50.39 亿元，较年初增长 13.00%，主要系应付股利、一年内到期的非流动负债及应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 42.40%）、应付票据（占 10.63%）、应付账款（占 19.72%）、应付股利（占 6.33%）和一年内到期的非流动负债（占 12.26%）

构成。

图 3　截至 2019 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司短期借款 21.36 亿元，较年初增长 1.38%，较年初变化不大。公司短期借款主要由信用借款（占 22.00%）、保证借款（占 69.40%）和抵押借款（占 8.19%）构成。

截至 2019 年末，公司应付票据 5.36 亿元，较年初下降 6.99%，主要系票据结算规模减少所致。截至 2019 年末，公司应付账款 9.93 亿元，较年初增长 17.80%，主要系生产业务规模扩大导致采购规模增加。

截至 2019 年末，公司应付股利 3.19 亿元，较年初增加 3.18 亿元，主要系应付普通股股利增加所致。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 6.18 亿元，较年初增长 23.38%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 33.63 亿元，较年初增长 2.64%，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占 69.24%）、应付债券（占 21.04%）和长期应付款（占 5.95%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 23.28 亿元，较年初下降 4.73%；长期借款主要由信用借款（占 0.19%）、保证借款（占 97.27%）和抵押借款（占 2.53%）构成。

截至 2019 年末，公司应付债券 7.08 亿元，较年初变化不大，仍为“16 泰玻债”构成，2019 年 9 月 6 日，投资者未行使“16 泰玻债”回售选择权。

截至 2019 年末，公司长期应付款 2.00 亿元，较年初增长 527.06%，主要系为公司向母公司中材科技内部借款 2.00 亿元所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 65.26 亿元，较年初增长 3.14%。其中，短期债务占 50.41%，长期债务占 49.59%，债务结构较为均衡。短期债务 32.90 亿元，较年初增长 3.32%，长期债务 32.36 亿元，较年初增长 2.96%。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.43%、46.12%和 29.80%，较年初分别上升 0.14 个百分点、下降 1.14 个百分点和下降 1.01 个百分点。公司债务负担适中。

表 10　截至 2019 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年及以后到期
短期借款	21.36	--	--
应付票据	5.36	--	--
一年内到期的非流动负债	6.18	--	--
其他应付款	--	--	--
其他流动负债	--	--	--

长期借款	--	5.03	18.26
应付债券	--	7.08	--
长期应付款	--	--	2.00
其他非流动负债	--	--	--
合计	**32.90**	**12.11**	**20.26**
占比	**50.41**	**18.55**	**31.04**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 88.55 亿元，较年初增长 5.39%。其中，流动负债占 56.18%，非流动负债占 43.82%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 69.68 亿元，较年初增长 6.78%。其中，短期债务 32.19 亿元（占 46.19%），较年初下降 2.16%，较年初变化不大。长期债务 37.50 亿元（占 53.81%），较年初增长 15.87%，主要系长期借款增加所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.05%、47.06%和 32.36%，较年初分别提高 0.62 个百分点、提高 0.94 个百分点和提高 2.56 个百分点。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 76.23 亿元，较年初增长 7.99%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.44%，少数股东权益占比为 3.56%。归属于母公司所有者权益 73.51 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 53.21%、12.02%、-0.14%和 30.67%。所有者权益结构稳定性较好。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 78.38 亿元，较年初增长 2.82%，较年初变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入较上年基本保持稳定，但由于细纱产品价格下降幅度较大，导致公司盈利水平下滑。公司增强费用控制能力，期间费用较上年有所下降。2019 年，公司其他收益对公司的营业利润形成补充，但可持续性不强。

2019 年，公司实现营业收入 59.39 亿元，同比增长 1.01%，其中主营业务收入 57.38 亿元（占营业收入 96.62%），同比增长 0.26%，变动幅度不大。2019 年，公司实现净利润 8.35 亿元，同比下降 13.15%，主要系行业新增产能较多导致细纱产品价格大幅下降所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 8.97 亿元，较上年下降 2.90%，较上年变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 29.46%、21.14%、23.89%和 25.50%。其中，销售费用为 2.64 亿元，较上年增长 7.16%，主要系销售规模扩大导致运输费用增加所致；管理费用为 1.90 亿元，较上年下降 1.72%；研发费用为 2.14 亿元，较上年下降 4.43%；财务费用为 2.29 亿元，较上年下降 11.99%，主要系融资成本下降所致。2019 年，公司费用收入比为 15.11%，较上年下降 0.61 个百分点，考虑到公司营业利润率较高，公司费用控制能力较强。

2019 年，公司资产减值损失由上年的 0.55 亿元下降至 0.35 亿元，主要由存货跌价损失、商誉减值损失和在建工程减值损失构成，资产减值损失对营业利润的影响较小。

2019 年，公司其他收益为 1.07 亿元，同比增长 364.06%，主要系政府补助增加所致，主要由经营补贴（0.80 亿元）构成，其他收益占营业利润的 10.81%，对营业利润有一定程度的影响。2019 年，公司其他收益对公司的营业利润形成补充，但可持续性不强。

由于公司细纱价格下降幅度较大，公司整体盈利能力有所下降，2019 年，公司营业利润率为 30.52%，较上年下降 3.03 个百分点，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.86%、8.04%和 11.37%，较上年分别下降 1.71 个百分点、下降 1.76 个百分点和下降 3.71 个百分点。公司各

盈利指标均有所下滑。

2020 年一季度，公司实现营业收入 12.68 亿元；实现营业利润 2.45 亿元；净利润 2.14 亿元。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金净流入有所下滑，但仍保持较高水平，实际收入实现质量较好。投资活动有所收缩，但根据公司在建项目的投资安排，未来为满足投资进度，公司仍存在较大规模的融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 45.88 亿元，较上年增长 1.76%，较上年变化不大；经营活动现金流出 35.49 亿元，较上年增长 14.57%，主要系经营规模扩大且部分品种原材料价格上涨所致。2019 年，公司经营活动现金净流入 10.39 亿元，较上年下降 26.35%。2019 年，公司现金收入比为 74.05%，较上年下降 0.91 个百分点，公司现金收入比低主要由于公司收到的部分票据在采购时背书转让所致，公司财务报表呈现的经营活动现金流并不能完全体现公司实际经营活动产生的现金流情况，整体看，现金收入质量较高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.88 亿元，较上年下降 22.38%，主要系上年公司收回了泰安新城热电有限公司投资款而本年度无此事项所致；投资活动现金流出 8.51 亿元，较上年下降 20.78%，投资活动现金流出主要由公司在建项目的建设资金支出构成。2019 年，公司投资活动现金净流出 7.63 亿元，净流出规模较上年下降 20.60%，主要系在建项目投资规模下降所致。根据公司在建项目的投资安排，未来为满足投资进度，公司仍存在较大规模的融资需求。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 30.98 亿元，较上年下降 32.97%；筹资活动现金流出 31.38 亿元，较上年下降 37.80%。2019 年，公司筹资活动现金净流出 0.40 亿元，净流出规模较上年下降 90.59%。

2020 年一季度，公司经营活动产生的现金净流入为 1.59 亿元；投资活动产生的现金净流出为 3.99 亿元；筹资活动产生的现金净流入为 3.17 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较强，未使用银行授信规模较大，同时考虑公司股东支持、产能规模、行业地位，以及在建项目完工后其经营规模和盈利能力将进一步提高等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率较年初未发生变化，仍为 0.90 倍，速动比率由年初 0.74 倍下降至 0.73 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般；经营现金流动负债比由年初的 31.64%下降至 20.62%，经营性净现金流对流动负债的保证程度一般。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.57 倍上升至 0.65 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 19.12 亿元，较上年增长 1.74%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 31.01%）、计入财务费用的利息支出（占 12.96%）、利润总额（占 51.85%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 6.48 倍上升至 7.16 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.30 倍下降至 0.29 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2019 年末，公司获得银行授信额度共计 114.94 亿元，已实际使用 53.53 亿元，尚余未使用的授信额度为 61.41 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2020 年 4 月 20 日，公司除有一笔已结清的不良和关注类贷款外（公司于 2003 年 3 月向中国农业银行进行流动资金贷款 150 万美元，并于到期日 2004 年 3 月 6 日以正常收回方式结清），公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年末，公司无对外担保。截至 2019 年末，公司无作为被告的涉诉金额超过 500 万元以上的重大未决诉讼或仲裁事项。

七、本次公司债偿债能力分析

公司现金类资产、净资产、EBITDA、经营现金流等财务数据对“16 泰玻债”的覆盖程度高，并考虑到公司经营规模不断扩大，经营获现能力强等因素，公司对“16 泰玻债”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收款项融资）达 21.35 亿元，约为“16 泰玻债”本金合计（7 亿元）的 3.05 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达 70.59 亿元，约为债券本金合计（7 亿元）的 10.89 倍，公司现金类资产和净资产能够对“16 泰玻债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 19.12 亿元，约为债券本金合计（7 亿元）的 2.73 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 45.88 亿元，约为债券本金合计（7 亿元）的 6.55 倍；经营活动产生的现金流量净额为 10.39 亿元，约为债券本金合计（7 亿元）的 1.48 倍，公司经营活动现金流入及净额对债券本金的覆盖程度较高。

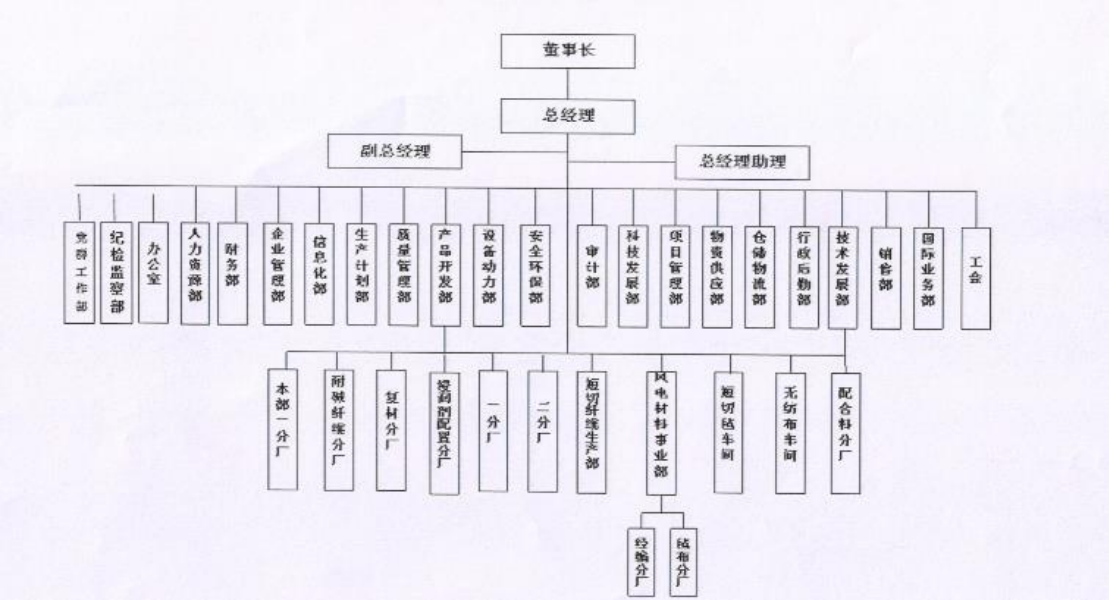
八、综合评价

跟踪期内公司在玻璃纤维产能规模、技术研究水平、产品认可度、成本控制等方面仍保持综合优势。2019 年，公司在满庄新区的玻纤产能进一步扩大，其生产规模、技术水平和成本控制均有效得到提升，公司玻纤产销量实现增长进而带动公司营业收入仍保持较大规模，经营性现金流表现良好。同时，联合评级也关注到公司产品价格下降导致盈利水平下滑、在建项目投资规模较大、原材料及燃料成本有所上涨、汇率波动及贸易摩擦等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的建成投产，公司产能规模将进一步上升，并向高附加值产品延伸，公司主营业务盈利能力及抗风险能力有望得到增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 泰玻债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　泰山玻璃纤维有限公司组织结构图



附件 2　泰山玻璃纤维有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	138.13	147.95	160.24	166.93
所有者权益（亿元）	56.89	70.59	76.23	78.38
短期债务（亿元）	31.29	31.84	32.90	32.19
长期债务（亿元）	35.39	31.43	32.36	37.50
全部债务（亿元）	66.68	63.27	65.26	69.68
营业收入（亿元）	53.06	58.80	59.39	12.68
净利润（亿元）	6.95	9.61	8.35	2.14
EBITDA（亿元）	16.30	18.79	19.12	--
经营性净现金流（亿元）	4.92	14.11	10.39	1.59
应收账款周转次数（次）	4.83	4.86	4.50	--
存货周转次数（次）	5.16	5.18	5.00	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.41	0.39	--
现金收入比率（%）	62.62	74.96	74.05	66.19
总资本收益率（%）	8.51	9.57	7.86	5.91
总资产报酬率（%）	8.26	9.80	8.04	5.99
净资产收益率（%）	13.12	15.08	11.37	11.06
营业利润率（%）	32.55	33.55	30.52	29.49
费用收入比（%）	16.92	15.71	15.11	15.09
资产负债率（%）	58.82	52.29	52.43	53.05
全部债务资本化比率（%）	53.96	47.26	46.12	47.06
长期债务资本化比率（%）	38.35	30.81	29.80	32.36
EBITDA 利息倍数（倍）	5.97	6.48	7.16	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.30	0.29	--
流动比率（倍）	0.87	0.90	0.90	0.98
速动比率（倍）	0.71	0.74	0.73	0.77
现金短期债务比（倍）	0.54	0.57	0.65	0.28
经营现金流动负债比率（%）	11.06	31.64	20.62	3.20
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.33	2.68	2.73	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款中的有息债务计入长期债务；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 本报告中费用收入比=（管理费用+销售费用+研发费用+财务费用）/营业收入 × 100%

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
长期债务=长期借款+应付债券
短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
全部债务=长期债务+短期债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。