信用评级公告

联合〔2021〕5594号

联合资信评估股份有限公司通过对泰山玻璃纤维有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持泰山玻璃纤维有限公司主体长期信用等级为AA+，“16泰玻债”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

泰山玻璃纤维有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
泰山玻璃纤维有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
16 泰玻债	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
16 泰玻债	7.00	7.00	2021/09/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V3.0.201907
化工企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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、产品市场认可度、成本控制等方面仍保持综合优势。2020 年，公司玻璃纤维产能进一步扩大，其生产规模、技术水平和成本控制均有效得到提升，公司营业收入和利润规模均实现增长，经营性现金流表现良好。同时，联合资信也关注到公司在建项目投资规模较大、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，联合资信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，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；2020 年公司产能合计达 103.46 万吨/年。
3. **公司经营业绩良好。**2020 年，随着玻纤制品产销量增长，公司营业务收入和净利润均有所增长，经营现金流保持良好水平。

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

分析师：杨　野
王　彦
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

产生不利影响，进而影响公司经营业绩。

3. **公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大融资压力。**截至 2020 年底，公司在建及拟建项目计划总投资规模 49.91 亿元，尚需投资 47.35 亿元，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，债务负担可能加重。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	18.14	8.80	37.79
资产总额（亿元）	147.95	160.24	186.06
所有者权益（亿元）	70.59	76.23	81.58
短期债务（亿元）	31.84	32.90	33.30
长期债务（亿元）	31.43	32.36	40.60
全部债务（亿元）	63.27	65.26	73.89
营业收入（亿元）	58.80	59.39	69.40
利润总额（亿元）	11.32	9.91	13.61
EBITDA（亿元）	18.64	19.35	21.57
经营性净现金流（亿元）	14.11	10.39	10.75
营业利润率（%）	33.55	30.52	29.46
净资产收益率（%）	15.08	11.37	14.55
资产负债率（%）	52.29	52.43	56.15
全部债务资本化比率（%）	47.26	46.12	47.53
流动比率（%）	90.31	89.70	110.07
经营现金流动负债比（%）	31.64	20.62	19.65
现金短期债务比（倍）	0.57	0.27	1.13
EBITDA 利息倍数（倍）	6.83	6.67	8.08
全部债务/EBITDA（倍）	3.39	3.37	3.43
公司本部（母公司）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	126.43	134.20	160.17
所有者权益（亿元）	60.76	65.57	69.15
全部债务（亿元）	54.70	52.89	56.52
营业收入（亿元）	46.41	49.70	60.12
利润总额（亿元）	5.98	8.99	11.29
资产负债率（%）	51.95	51.14	56.83
全部债务资本化比率（%）	47.38	44.65	44.98
流动比率（%）	107.46	113.62	128.34
经营现金流动负债比（%）	28.55	29.13	15.55

注：1. 本报告部分合计尾数差异系四舍五入所致；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 表中及文中出现应付票据均计入短期借款；4. 其他应付款中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的有息债务部分已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 泰玻债	AA+	AA+	稳定	2020/06/15	王越 樊思	联合信用评级化工行业企业信用评级方法	阅读全文
16 泰玻债	AA+	AA+	稳定	2018/05/18	李晶 樊思	联合信用评级化工企业主体信用评级方法	阅读全文
16 泰玻债	AA	AA	稳定	2016/08/25	刘薇 孙林林	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：杨野

联合资信评估股份有限公司

泰山玻璃纤维有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“公司”或“泰山玻纤”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为始建于 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（以下简称“信达资管”）、泰安市国有资产经营有限公司（以下简称“泰安国资”）、山东省国际信托投资公司、山东省高新技术投资有限公司以及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 47858.98 万元，其中信达资管和泰安国资分别持股 48.84%和 23.18%。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。后经多次增资，截至 2020 年底，公司实收资本为 391172.45 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”），股权结构图详见附件 1-1。

跟踪期内，公司经营范围、组织架构图较上年无变化。截至 2020 年底，公司纳入合并范围子公司共 5 家

截至 2020 年底，公司资产总额 186.06 亿元，所有者权益 81.58 亿元（含少数股东权益 2.88 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 69.40 亿元，利润总额 13.61 亿元。

公司注册地址：泰安大汶口石膏工业园区；法定代表人：唐志尧。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
16 泰玻债	7.00	7.00	2016/09/06	5 年（3+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分

析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大

了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不

断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、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，2020年下半年以来，玻纤行业产能控制有效，叠加风电、基建等下游需求明显升温，行业供需关系发生扭转，价格步入上升通道，行业景气度边际改善。

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）、中国巨石股份有限公司（以下简称“中国巨石”）、重庆国际复合材料有限公司（以下简称“重庆国际”）、泰山玻纤以及佳斯迈威（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。随着新增产能的快速释放，2018年下半年以来，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，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。为缓解行业盈利下滑的局面，玻纤行业实行产能控制，国内三大巨头产量提升有限，全行业库存下降明显，特别是2020年以来叠加疫情影响，玻纤产量增速明显回落。据初步统计，2020年，中国玻璃纤维纱总产量达到541万吨，同比仅增长2.85%。2020年三季度以来，随着风电市场等需求快速增长，以及基建、家电、电子等领域需求逐步回暖，玻纤纱市场供需形势发生根本转变，各品种玻纤纱价格逐步进入快速上升通道。

产品出口方面，受新冠疫情影响，海外实体经济受到严重冲击，且欧美对华贸易政策形势仍未出现明显好转，加之内需市场的需求上升，2020年我国玻纤及制品出口量出现明显下滑。2020年，国内玻纤行业全年实现玻璃纤维及制品出口133.00万吨，同比下降13.59%；出口金额20.50亿美元，同比下降10.14%。此外，我国企业海外玻纤纱总产量已达44.4万吨，同比增长9.8%，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

2020 年，作为交通运输领域的汽车轻量化替代品、以风电叶片为代表的新能源玻纤需求增长较快；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。

目前玻纤产品下游市场分布广泛，主要应用领域包括：

（1）风电与新能源领域

在风电行业，玻纤主要被应用于制造风电

叶片与机舱罩部分，其中叶片占风机成本20%，中国目前已经成为世界规模最大的风电市场。

2019年5月，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，再次调低风电上网电价，并首次明确陆上风电平价，2020年底以后陆上风电补贴取消。风机设备抢装自2019年开始进入高潮，2020年，全国风电新增并网装机7167万千瓦，其中陆上风电新增装机6861万千瓦、海上风电新增装机306万千瓦。截至2020年底，我国可再生能源发电装机容量中风电装机达2.81亿千瓦，其中陆上风电累计装机2.71亿千瓦、海上风电累计装机约900万千瓦。政策是我国风电产业发展的驱动力，同时也是导致市场供需关系变化的根本原因。风电用玻纤纱也因此需求紧俏，自2019年底，玻纤龙头企业纷纷对产品结构进行调整，加大对风电用玻纤纱的生产。虽然2021年底以后海上风电中央财政补贴将取消，但不少地方政府已积极出台海上风电投资、度电补贴等激励政策。目前，广东已出台地补政策，浙江在十四五能源规划中也已明确将对海上风电予以地方补贴。由此可见，未来十年中国风电行业仍有望保持高速增长，行业高景气度将持续。

（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。

（3）汽车与交通领域

2018年以来，受国内宏观经济增速放缓、外部贸易战升级等影响，我国汽车产量增速明显放缓，2020年起汽车产量逐渐触底复苏。除传统汽车市场复苏带来轻量化需求复苏之外，环保趋严也将加速玻纤复合材料在汽车领域渗透率的提升。汽车环保节能政策趋严下，新能源和轻量化成为汽车减排、节能降耗的重要路径，二者均带来玻纤应用的显著提升。对于新能源汽车，轻量化不仅能够节能降耗，还可以通过增加续驶里程，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。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。

未来随着5G、物联网、云计算、大数据、人工智能等新技术向传统行业渗透，智能制造、汽车电子、智能家电、智慧医疗等融合新领域蓬勃发展，“中国制造2025”推进实施，拓宽了PCB的应用范围，推动电子纱/电子布需求提升。

近年来我国PCB迎来快速发展，2020年我国PCB行业产值占全球总产值的比重约为50%。

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 2000 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。中国的玻纤产能增长率远超同期全球产能增长率，国内玻纤产能已超过全球玻纤总产能的 50%以上。

六、基础素质分析

1．产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，控股股东为中材科技，实际控制人为国务院国资委。

2．企业规模和竞争力

公司是全球六大、中国三大玻璃纤维制造企业之一，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。

公司的主导产品包括无碱玻璃纤维毡、无捻粗纱、电子级纺织纱、无碱玻璃纤维缝编织物、方格布、短切纤维、耐碱纤维等共七大类 59 个品种，1300 多个不同规格，其中无碱玻璃纤维无捻粗纱（直接纱、喷射纱、SMC 纱、透明瓦纱等）和短切原丝毡荣获“中国名牌产品”荣誉称号，产品出口美国、西欧等五十多个国家和地区。2020 年公司合计产能达 103.46 万吨/年，占全球玻纤产能的 13%左右。

3．企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示，截至2021年6月21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。

七、管理分析

跟踪期内，公司核心管理人员与管理体制未发生变化。

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，公司主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入与净利润均有所增长，玻璃纤维制品收入及占比均有所提高；综合毛利率同比变化不大，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。2020 年公司实现营业收入 69.40 亿元，同比增长 16.85%，其中主营业务收入 67.01 亿元（占营业收入 96.56%），同比增长 16.78%，主要系玻璃纤维制品收入增长所致；公司实现净利润 11.48 亿元，同比增长 37.49%，主要系 2020 年，国内风电市场势头强劲，影响玻纤制品中套材类收入增加所致。

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，玻璃纤维制品占比较 2019 年提高 16.35 个百分点，主要系风电市场景气度高，部分玻纤制品产销量增加导致收入同比提高所致。

2020 年玻璃纤维粗纱收入同比下降 8.49%，除统计口径变动影响外主要受产品销售价格下降影响；玻璃纤维细纱收入同比下降 32.27%，剔除统计口径变动影响收入变动不大；玻璃纤维制品收入同比增长 67.44%，主要系统计口径变动及风电市场景气度高，部分玻纤制品产销量增加所致。

从毛利率水平看，2020 年公司玻璃纤维粗纱及玻璃纤维细纱毛利率同比分别增长 8.30 个百分点和 9.89 个百分点，均受统计口径变动及叶腊石成本降低影响所致；玻璃纤维制品由于新计入耐碱纤维和电子布销量均有所下滑以及粗纱布类制品销量下降和无碱毡类制品成本上升共同导致利率同比下降了 9.61 个百分点。2020 年，公司综合毛利率同比变化不大，仍保持较高水平。

表 3　2018－2020 年公司主营业务收入及其构成和毛利率情况

（单位：亿元、%）

产品		2018 年			2019 年			2020 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
无碱玻璃纤维纱	粗纱	27.43	47.92	33.64	28.28	49.29	34.66	25.88	38.62	42.96
	细纱	10.90	19.02	47.72	7.44	12.97	12.50	4.89	7.29	22.39
玻璃纤维制品		18.90	33.01	31.27	21.65	37.74	35.39	36.25	54.09	25.78
其他		0.02	0.03	19.32	--	--	--	--	--	--
合计		**57.24**	**100.00**	**35.53**	**57.38**	**100.00**	**32.06**	**67.01**	**100.00**	**32.14**

注：1. 2018－2019 年，无碱玻璃纤维粗纱中包含耐碱纤维，无碱玻璃纤维细纱包含电子布；2020 年，耐碱纤维和电子布均计入玻璃纤维制品；2. 尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司提供

2. 原料采购

2020年，公司整体采购规模受产能释放影响而扩大；由于叶腊石粉料已达到完全自给，且生石灰、石英粉、天然气的采购均价较2019年有所下降，有利于公司的成本控制。

公司生产过程中成本支出仍以电耗、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。

表 4　2018－2020 年公司主要原材料采购情况

主要原材料名称	采购量（万吨、万立方米）			采购平均价格（元/吨、元/立方米）		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
叶腊石粉料	25.60	8.98	--	595.00	580.00	--

叶腊石块	--	32.72	45.41	--	422.00	365.00
生石灰	15.00	18.04	18.52	626.00	648.00	602.00
石英粉	13.30	16.01	21.41	502.00	498.00	429.00
硼钙石	0.96	1.18	3.04	2835.00	2858.00	2895.00
天然气	10945.00	12451.00	16354.56	2.67	2.82	2.22

资料来源：公司提供

矿石材料中的叶腊石粉料及叶腊石块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，叶腊石粉料采购量下降，2020 年，叶腊石粉料已达到完全自给，公司不再采购叶腊石粉料；2020 年叶腊石块采购量有所增加；叶腊石采购价格有所下降，公司采购成本整体下降。

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。2020 年生石灰和石英粉采购价格均有所下降，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子公司泰安安泰燃气有限公司（以下简称“燃气公司”）供应。邹城工厂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，2020 采购单价有所下降。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。

2020 年公司向前五名供应商采购额 14.69 亿元，占年度采购总额 24.74%，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

2020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有所提升；公司总体产能利用率处于较高水平。

公司目前共有两个生产基地，分别为新区和泰山玻璃纤维邹城有限公司（以下简称“邹城公司”）。截至2020年底，公司两大生产基地共有14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（原丝产能）合计达到92.18万吨，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（位于岱岳区）设计产能达到70.50万吨。

公司位于泰安市泰山区的本部工厂区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已在2020年陆续关停，已获得土地收储金7.90亿元的停业损失补偿。

2020年公司新区新建的F07#生产线，设计产能9万吨，已于2020年5月投产；产品主要用于生产风电纱，属公司第二代风电纱，产品性能增强；F08#生产线，设计产能4万吨，已于2020年7月投产，第一期产能2万吨，主要产品为耐碱玻璃纤维，成功完成老厂区耐碱玻璃纤维替代。

窑炉设备是公司最主要设备，其产能决定了产品总产能，2020年总产能利用率90.31%，较2019年下降9.20个百分点，主要系老厂区生产线逐步关停，新旧产能替换影响。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，2020年，受公司

经营战略重心逐步向深加工的玻璃纤维制品转移、产品订单的变动及统计口径变动的综合影响，粗纱和细纱产量有所下降，玻纤制品产量大幅上升。

表 5　2018－2020 年公司产品生产能力及产能利用率情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品分类		2018 年	2019 年	2020 年
合计产能		83.36	89.60	103.46
产量	粗纱	47.48	49.02	45.85
	细纱	7.59	8.14	5.02
	玻璃纤维制品	27.80	31.59	42.56
	其他	0.36	0.42	-
	合计产量	**83.23**	**89.16**	**93.43**
合计产能利用率		**99.84**	**99.51**	**90.31**

注：2018－2019 年，无碱玻璃纤维粗纱中包含耐碱纤维，无碱玻璃纤维细纱包含电子布；2020 年，耐碱纤维和电子布均计入玻璃纤维制品
资料来源：公司提供

4．市场销售

跟踪期内，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，近年来出口规模逐渐减少，目前玻纤产品约 2 成产品用于出口，外销对公司销售规模影响一般。

2020 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 2020 年销售的产品仍主要包括粗纱、细纱及玻璃纤维制品（包含短切纤维、方格布、电子布、毡制品、经编织物、耐碱纤维等），公司各类产品的销售情况如下表所示。从销量来看，受口径变动影响，各产品销量有所变动，但整体销售水平较 2019 年变化不大。各产品产销率维持在高水平，其中细纱产销率同比增长 12.31 个百分点，主要系细纱产量大幅减少所致。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。玻璃纤维制品销售价格同比有所提高。

表 6　公司目前主要产品销售情况

（单位：万吨、元/吨、%）

产品分类		项目	2018 年	2019 年	2020 年
无碱玻璃纤维纱	粗纱	销售量	49.40	53.29	54.26
		均价	5551.63	5308.59	4769.49
		产销率	104.06	108.71	118.35
	细纱	销售量	7.67	7.68	5.36
		均价	14203.28	9685.72	9111.23
		产销率	101.05	94.35	106.77
玻璃纤维制品		销售量	27.19	30.42	46.74
		均价	6949.28	7117.87	7755.13
		产销率	97.80	96.31	109.82

注：1.位数差异系四舍五入导致；2. 2018－2019 年，无碱玻璃纤维粗纱中包含耐碱纤维，无碱玻璃纤维细纱包含电子布；2020 年，耐碱纤维和电子布均计入玻璃纤维制品
资料来源：公司提供

从公司产品销售的地域分布来看，2020 年出口占比较上年减少 5.65 个百分点；总出口数量同比减少 13.07%；出口金额同比下降 5.68%，受近年国际关系紧张影响，公司未来产品出口面临汇兑损失和贸易政策的风险，公司将逐步减少出口份额。

表 7　2018－2020 年公司玻纤产品出口情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
总出口数量（吨）	250653.00	212238.00	184509.00
总出口销售额（亿元）	17.37	13.91	13.12
出口量/总销量（%）	29.74	23.00	17.35

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。此外，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，2020 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 10 个百分点至 27%。

表 8　2018－2020 年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
2018 年	30.00	10.00	21.00	22.00	13.00	4.00
2019 年	26.00	17.00	19.00	20.00	13.00	5.00
2020 年	20.00	27.00	18.00	20.00	10.00	5.00

资料来源：公司提供

2020 年，公司结算方式采用承兑、电汇等方式收款。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变动不大，仍属较好水平。

2020 年，公司销售债权周转次数由 2019 年的 2.30 次小幅下降为 2.22 次；存货周转次数由 2019 年的 5.00 次增长为 5.82 次；总资产周转次数由上年的 0.39 次增长为 0.40 次，较上年均变动不大，公司整体经营效率仍较好。

与同行业企业相比比，公司经营效率指标表现较好。

表 9　同行业企业 2020 年经营效率指标对比

（单位：%）

公司名称	销售债权周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
中国巨石股份有限公司	2.07	4.23	0.33
泰山玻纤	**2.22**	**5.82**	**0.40**

注：由于国内玻纤行业仍然维持寡头垄断格局，可与公司进行同业对比且有公开资料披露的企业较少，本报告仅选取中国巨石股份有限公司进行数据对比。
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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，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。

截至 2020 年底，公司在建及拟建项目仍以产能扩张为主，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 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 49.91 亿元，资金来源以企业自筹和债务融资为主。截至 2020 年底，主要项目已投资 2.56 亿元，根据公司的投资规划，2021 年面临较大的投资压力。

表 10　截至 2020 年底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		2020 年末已完成投资	投资规划		
			企业自筹	债务融资		2021 年	2022 年	2023 年及以后
2 号经编车间建设项目	在建项目：经编织物生产线，年可实现销售收入 3.62 亿元，利润 0.30 亿元。	2.84	0.86	1.99	1.65	0.60	0.12	0.47
湿法毡项目	在建项目：建设年产 21250 万平方米湿法毡及涂层毡生产线，年可实现销售收入 2.36 亿元，利润 0.33 亿元。	2.23	0.83	1.40	0.88	1.26	0.09	0.00
综合利用车间项目	在建项目：建设玻璃纤维废丝综合利用车间，年可实现销售收入 0.54 亿元，利润 0.12 亿元。	1.84	0.58	1.26	0.00	1.22	0.19	0.43
年产 9 万吨新一代高模高强玻纤池窑拉丝生产线项目(F09)	在建项目：建设年产 9 万吨超高模量玻璃纤维生产线，年可实现销售收入 7.13 亿元，利润 1.85 亿元。	9.65	2.95	6.70	0.00	6.83	0.88	1.93
邹城年产 9 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线技术改造 4#线	拟建项目：项目新增玻璃纤维 9 万吨，年可实现销售收入 4.87 亿元，利润 1.12 亿元。	9.99	3.20	6.79	0.00	1.79	0.98	7.22
邹城年产 6 万吨无碱玻璃纤维细纱池窑拉丝生产线项目(ZF01)	拟建项目：改造建设产能 6 万吨玻璃纤维细纱生产线，年可实现销售收入 6.93 亿元，利润 1.50 亿元。	8.09	4.22	3.87	0.01	5.83	2.50	-0.25
海外项目	拟建项目：项目新增玻璃纤维 8 万吨。	15.27	4.50	10.77	0.01	0.50	4.85	9.91
合计		**49.91**	**17.14**	**32.77**	**2.56**	**18.03**	**9.60**	**19.72**

注：尾差系四舍五入所致
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，2020 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 11　2018－2020 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
2018 年	13856.12	3.63	47256.01	8.04
2019 年	31614.12	6.29	61746.80	10.40
2020 年	31164.21	6.47	90119.80	12.99

资料来源：公司提供

2020 年，公司向关联方采购商品、接受劳务支付的金额较 2019 年下降 1.42%，占营业成本的比例较 2019 年有所提高，但占比仍较低；公司向关联方销售商品、提供劳务支付的金额较 2019 年增加 45.95%，占营业收入的比例较 2019 年有所提高，但占比仍较低。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。

九、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 2020 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。2020 年，公司新增子公司 0 家，因注销减少子公司 1 家。截至 2020 年底，公司纳入合并范围子公司共 4 家，会计政策连续，公司财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司资产总额 186.06 亿元，负债合计 104.48 亿元，所有者权益 81.58 亿元（含少数股东权益 2.88 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 69.40 亿元，利润总额 13.61 亿元。

2．资产质量

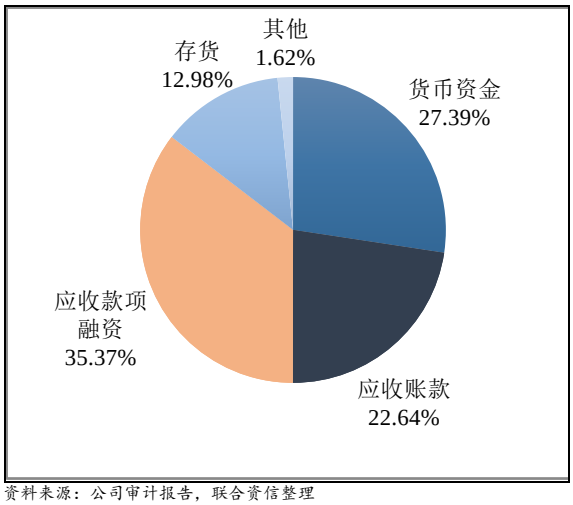
截至 2020 年底，公司资产构成仍以非流动资产为主。考虑到公司非流动资产的增长将带来产品产能增加和产品经济价值的提升，且总资产受限比例较低，公司整体资产质量较高。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 186.06 亿元，较 2019 年底增长 16.11%，主要系货币资金和应收款项融资增长所致。其中，流动资产占 32.36%，非流动资产占 67.64%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较 2019 年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 60.21 亿元，较 2019 年底增长 33.20%，主要系货币资金大幅增长所致。公司流动资产构成情况如下图所示。

图 1　截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司货币资金 16.49 亿元，较 2019 年底增长 98.95%，主要系 2020 年公司融资所致。货币资金中主要是银行存款，占 96.91%；受限货币资金为 0.51 亿元，受限比例为 3.09%，主要为银行承兑汇票保证金，受限资金占比低。

截至 2020 年底，公司应收账款 13.63 亿元，较 2019 年底下降 2.24%，较 2019 年底变化不大。应收账款账龄以 1 年以内的其他应收款（占 96.31%）为主，账龄较短；按账龄组合计提应收账款坏账准备 0.10 亿元，计提比例 0.73%；

应收账款前五大欠款方合计金额为 5.59 亿元，占比为 41.01%，集中度较高。

截至 2020 年底，公司应收款项融资 21.30 亿元，较 2019 年底增长 69.71%，全部为银行承兑汇票，其中已用于质押的银行承兑汇票为 3.89 亿元。

截至 2020 年底，公司存货 7.81 亿元，较 2019 年底下降 8.21%，主要系库存产品减少所致。存货主要由原材料（48.50%）和库存商品（42.84%）构成，累计计提跌价准备 0.10 亿元，公司产品价格波动幅度较大，存在一定存货跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 125.85 亿元，较 2019 年底增长 9.39%，公司非流动资产主要由固定资产（合计）（占 79.21%）和在建工程（10.85%）构成。

截至 2020 年底，公司固定资产 99.69 亿元，较 2019 年底增长 6.57%，主要系在建工程转固入所致。固定资产主要由房屋建筑物（23.22%）和机器设备（72.06%）构成，累计计提折旧 28.42 亿元；固定资产成新率 71.49%，成新率较高。

截至 2020 年底，公司在建工程 13.77 亿元，较 2019 年底增长 26.22%，主要系在建项目持续投入所致。在建工程主要由邹城公司二期电子布项目（4.62 亿元）、邹城 5000 吨超细电子纱生产线项目（3.56 亿元）以及 2 号经编车间建设项目（1.64 亿元）为主，累计计提跌价准备 0.05 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产 6.71 亿元，占总资产比重为 3.60%，受限程度低。受限资产详情如下表所示。

表 12　截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	0.51	0.27	银行承兑汇票保证金
应收款项融资	3.89	2.09	质押借款
固定资产	1.17	0.63	抵押借款
无形资产	1.14	0.61	抵押借款
合计	**6.70**	**3.60**	--

资料来源：公司年报

3．资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，公司权益稳定性较强。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 81.58 亿元，较 2019 年底增长 7.02%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.47%，少数股东权益占比为 3.53%。归属于母公司所有者权益 78.71 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 49.70%、11.23%、-0.15%和 34.02%。所有者权益结构稳定性较强。

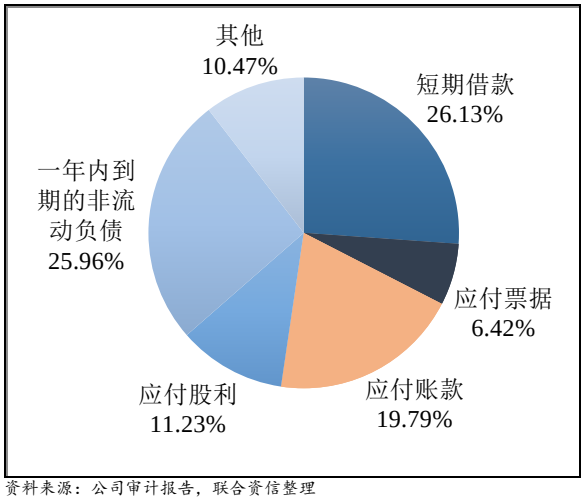
（2）负债

截至 2020 年底，公司负债规模和债务规模均有所增长，债务结构较为均衡，债务负担适中，但面临一定短期集中偿债压力。

截至 2020 年底，公司负债总额 104.48 亿元，较 2019 年底增长 24.35%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 52.35%，非流动负债占 47.65%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，公司流动负债 54.70 亿元，较 2019 年底增长 8.55%。公司流动负债构成如下图所示。

图 2　截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司短期借款 14.29 亿元，较 2019 年底下降 33.11%，主要系偿还债务所致。公司短期借款主要由信用借款（占 29.41%）

和保证借款（占 69.52%）构成。

截至 2020 年底，公司应付票据 3.51 亿元，较 2019 年底下降 34.45%，主要系票据结算规模减少所致。

截至 2020 年底，公司应付账款 10.82 亿元，较 2019 年底增长 8.95%，主要系采购规模扩大所致。应付账款账龄以一年以内（95.74%）为主。

截至 2020 年底，公司应付股利 6.14 亿元，较 2019 年底增长 92.46%，主要系应付中材科技股利增加所致。

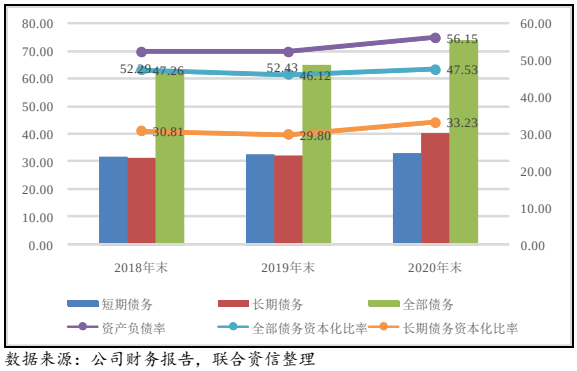
截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 14.20 亿元，较 2019 年底增长 129.88%，主要系“16 泰玻债”即将到期兑付所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 49.78 亿元，较 2019 年底增长 48.03%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 71.51%）和长期应付款（合计）（占 25.92%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 35.60 亿元，较 2019 年底增长 52.88%，主要系在建投入增加，导致融资需求增长所致；长期借款主要由信用借款（0.15%）、保证借款（97.15%）和抵押借款（2.70%）构成。

截至 2020 年底，公司长期应付款（合计）12.90 亿元，较 2019 年底增长 545.07%，主要由公司向母公司中材科技内部借款 5.00 亿元和老厂区搬迁政府补助土地收储资金的专项应付款 7.90 亿元构成。

图 3　2018－2020 年末公司债务结构（单位：亿元、%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 73.89 亿元，较 2019 年底增长 13.24%，其中，短期债务占 45.06%，长期债务占 54.94%，短期债务占比较 2019 年底有所降低，债务结构有所优化。截至 2020 年底，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 56.15%、47.53%和 33.23%，较 2019 年底分别上升 3.72 个百分点、上升 1.41 个百分点和上升 3.43 个百分点。公司债务负担较低。

截至 2020 年底，公司将于 2021 到期的有息债务占比较大，公司或有一定集中兑付压力。

表 13　截至 2020 年底公司有息债务期限结构

（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
短期借款	14.29	--	--	--
应付票据	3.51	--	--	--
一年内到期的非流动负债	14.20	--	--	--
其他应付款	--	--	1.30	--
长期借款	--	16.92	7.78	10.90
长期应付款	3.00	2.00	--	--
合计	**35.00**	**18.92**	**9.08**	**10.90**
占比	**47.36**	**25.60**	**12.28**	**14.76**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

4．盈利能力

2020 年，公司营业收入及利润总额较 2019 年均有所增长，盈利情况较好；公司费用控制能力较强，期间费用较 2019 年有所下降。

2020 年，公司实现营业收入 69.40 亿元，较 2019 年增长 16.85%，主要系玻纤制品收入增长所致；营业成本 48.19 亿元，较 2019 年增长 18.88%；净利润 11.48 亿元，较 2019 年增长 37.49%。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 7.62 亿元，较 2019 年下降 15.07%，主要系销售费用下降所致。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 6.57%、22.57%、35.14%和 35.73%，以研发费用和财务费用为主。其中，销售费用为 0.50 亿元，较 2019 年下降 81.07%，主要系新会计准则要求将运输费用计入营业成本所致。2020 年，公司费用收入比为 10.98%，较 2019 年下降 4.13 个百分点，主要系会计政策变化所致，

考虑到公司营业利润率较高，公司费用控制能力较强。

2020 年，公司资产减值损失由 2019 年的 0.35 亿元降为 0；信用减值损失 0.08 亿元；公司其他收益为 0.77 亿元，对公司的营业利润形成一定补充，但可持续性不强。2020 年，公司非经常性损益对利润总额的影响小。

从各项盈利指标来看，2020 年，公司营业利润率为 29.46%，同比下降 1.06 个百分点，同比变化不大；2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 9.40%和 14.55%，较 2019 年分别上升 1.37 个百分点和上升 3.17 个百分点。公司各盈利指标表现较好。

与同行业企业相比，公司盈利指标相对较低。

表 14　2020 年同行业公司盈利能力对比情况(单位:%)

公司名称	营业利润率	总资本收益率	净资产收益率
中国巨石股份有限公司	32.91	10.41	14.00
泰山玻纤	**29.46**	**9.40**	**14.55**

注：由于国内玻纤行业仍然维持寡头垄断格局，可与公司进行同业对比且有公开资料披露的企业较少，本报告仅选取中国巨石股份有限公司进行数据对比。
资料来源：联合资信根据公开资料整理

5．现金流

2020年，公司经营活动现金净流入有所上升，现金收入比指标较低；投资活动现金持续净流出，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。

表 15　2018－2020 年公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	45.08	45.88	44.21
经营活动现金流出小计	30.98	35.49	33.46
经营现金流量净额	**14.11**	**10.39**	**10.75**
投资活动现金流入小计	1.13	0.88	8.71
投资活动现金流出小计	10.74	8.51	15.47
投资活动现金流量净额	**-9.61**	**-7.63**	**-6.76**
筹资活动前现金流量净额	**4.50**	**2.76**	**3.99**
筹资活动现金流入小计	46.23	30.98	64.51
筹资活动现金流出小计	50.45	31.38	60.14
筹资活动现金流量净额	**-4.23**	**-0.40**	**4.37**

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入较 2019 年下降 3.64%；经营活动现金流出较 2019 年下降 5.71%。2020 年，公司经营活动现金持续净流入，净流入规模较 2019 年增长 3.45%。2020 年，公司现金收入比为 61.39%，较 2019 年下降 12.66 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。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入较 2019 年增长 894.86%，主要系处置关停老厂区，政府补贴款计入所致；投资活动现金流出较 2019 年增长 81.84%，主要系公司在建项目的建设资金持续支出所致。2020 年，公司投资活动现金持续净流出。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。

筹资活动前现金流量净额方面，2020 年，公司筹资活动前现金流量净额持续为正，有助于减轻筹资压力。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入较 2019 年增长 108.22%，主要系取得借款增长所致；筹资活动现金流出较 2019 年增长 91.64%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 4.37 亿元，较 2019 年由负转正。

6．偿债能力

公司短期偿债指标表现较强，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 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 89.70%和 72.80%分别上升至 110.07%和上升至 95.78%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由 2019 年底的 0.65 倍上升至 1.13 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿

债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 21.57 亿元，较 2019 年增长 11.51%。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 6.67 倍上升至 8.08 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 为 3.43 倍，较 2019 年有所增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较强。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年底，公司获得银行授信额度共计 117.46 亿元，已实际使用 59.10 亿元，尚余未使用的授信额度为 58.36 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2020 年底，公司无对外担保。截至 2020 年底，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。

7．母公司财务分析

公司本部资产及负债均较2019年有所增长，债务负担较轻，所有者权益稳定性高；利润总额对合并口径占比高；2020年，母公司经营活动现金持续净流入。

截至 2020 年底，母公司资产总额 160.17 亿元，较 2019 年底增长 19.35%，其中，流动资产 60.43 亿元（占 37.73%），非流动资产 99.74 亿元（占 62.27%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 26.23%）、应收票据及应收账款（占 21.51%）、其他应收款（占 13.49%）、存货（占 9.32%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 11.42%）、固定资产（占 73.66%）、在建工程（占 5.07%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 15.85 亿元。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 69.15 亿元，较 2019 年底增长 5.45%。其中，实收资本为 39.12 亿元（占 56.57%）、资本公积合计 8.50 亿元（占 12.29%）、未分配利润合计 17.58 亿元（占 25.43%）、盈余公积合计 4.00 亿元（占 5.78%）。所有者权益稳定性较高。

截至 2020 年底，母公司负债总额 91.03 亿元，较 2019 年底增长 32.64%。其中，流动负债 47.08 亿元（占比 51.72%），非流动负债 43.94 亿元（占比 48.28%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 26.02%）、应付票据及应付账款（占 24.19%）、其他应付款（占 16.56%）、一年内到期的非流动负债（占 27.25%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 69.02%）、长期应付款（占 29.36%）构成。母公司 2020 年资产负债率为 56.83%，较 2019 年上升 5.69 个百分点。

盈利方面，母公司 2020 年收入为 60.12 亿元，利润总额 11.29 亿元，同比增长 25.65%。

现金流方面，母公司经营活动现金流规模较小，2020 年，经营活动现金流净额为 7.32 亿元，投资活动现金流净额-2.68 亿元，筹资活动现金流净额 3.70 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

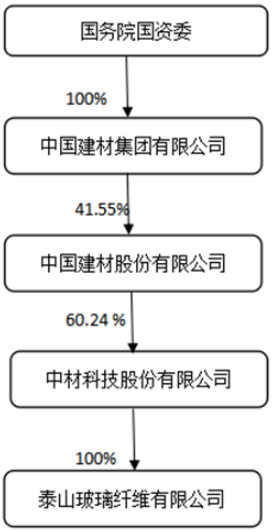
截至2021年6月20日，公司存续债券的偿付压力小。

截至 2021 年 6 月 20 日，公司存续债券余额共 7.00 亿元，将于 2021 年 9 月到期。截至 2020 年底，公司现金类资产 37.89 亿元，为公司存续债券余额的 5.41 倍；2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 44.21 亿元、10.75 亿元和 21.57 亿元，为公司存续债券余额的 6.32 倍、1.54 倍和 3.08 倍。

十一、结论

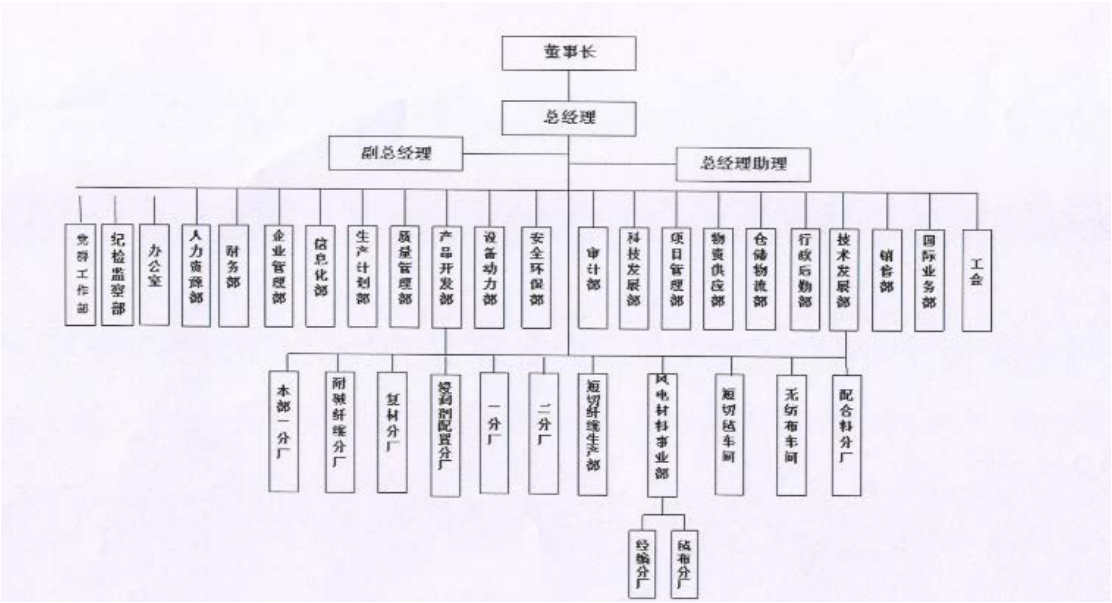
综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定；同时维持“16泰玻债”的债项信用等级为AA^+。

附件 1-1　截至 2020 年底泰山玻璃纤维有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底泰山玻璃纤维有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底泰山玻璃纤维有限公司子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	--
泰安华泰非金属微粉有限公司	山东泰安	山东泰安	非金属微粉生产和销售	100.00%	--	非同一控制下企业合并
泰山玻璃纤维邹城有限公司	山东济宁	山东济宁	玻纤制品生产和销售	91.18%	--	设立
CTG 北美国际贸易有限公司	美国	美国	玻纤制品销售	100.00%	--	设立
泰安安泰燃气有限公司	山东泰安	山东泰安	天然气供应	51.01%	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 泰山玻璃纤维有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	18.14	21.38	37.79
资产总额（亿元）	147.95	160.24	186.06
所有者权益（亿元）	70.59	76.23	81.58
短期债务（亿元）	31.84	32.90	33.30
长期债务（亿元）	31.43	32.36	40.60
全部债务（亿元）	63.27	65.26	73.89
营业收入（亿元）	58.80	59.39	69.40
利润总额（亿元）	11.32	9.91	13.61
EBITDA（亿元）	18.64	19.35	21.57
经营性净现金流（亿元）	14.11	10.39	10.75
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.49	2.30	2.22
存货周转次数（次）	5.18	5.00	5.82
总资产周转次数（次）	0.41	0.39	0.40
现金收入比（%）	74.96	74.05	61.39
营业利润率（%）	33.55	30.52	29.46
总资本收益率（%）	9.45	8.03	9.40
净资产收益率（%）	15.08	11.37	14.55
长期债务资本化比率（%）	30.81	29.80	33.23
全部债务资本化比率（%）	47.26	46.12	47.53
资产负债率（%）	52.29	52.43	56.15
流动比率（%）	90.31	89.70	110.07
速动比率（%）	73.53	72.80	95.78
经营现金流动负债比（%）	31.64	20.62	19.65
现金短期债务比（倍）	0.57	0.65	1.13
EBITDA 利息倍数（倍）	6.83	6.67	8.08
全部债务/EBITDA（倍）	3.39	3.37	3.43

注：1. 本报告部分合计尾数差异系四舍五入所致；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 表中及文中出现应付票据均计入短期借款；4. 其他应付款中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的有息债务部分已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 泰山玻璃纤维有限公司主要财务数据及指标

（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.32	8.16	15.85
资产总额（亿元）	126.43	134.20	160.17
所有者权益（亿元）	60.76	65.57	69.15
短期债务（亿元）	23.32	25.59	26.19
长期债务（亿元）	31.38	27.30	30.33
全部债务（亿元）	54.70	52.89	56.52
营业收入（亿元）	46.41	49.70	60.12
利润总额（亿元）	5.98	8.99	11.29
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	9.59	11.23	7.32
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.71	3.26	4.53
存货周转次数（次）	7.08	6.21	7.20
总资产周转次数（次）	0.38	0.38	0.41
现金收入比（%）	70.07	66.33	53.97
营业利润率（%）	27.89	30.56	27.54
总资本收益率（%）	6.58	8.22	9.46
净资产收益率（%）	8.92	12.14	14.25
长期债务资本化比率（%）	34.06	29.39	30.49
全部债务资本化比率（%）	47.38	44.65	44.98
资产负债率（%）	51.95	51.14	56.83
流动比率（%）	107.46	113.62	128.34
速动比率（%）	93.67	97.28	116.38
经营现金流动负债比（%）	28.55	29.13	15.55
现金短期债务比（倍）	0.44	0.32	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：/代表数据无法获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。