

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1356 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，维持“11泰玻MTN1”AAA的信用等级。

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十三日

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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
<http://www.lhratings.com>

泰山玻璃纤维有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 泰玻 MTN1	6.60 亿元	2011/04/22-2016/04/22	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.39	14.23	8.91	6.81
资产总额(亿元)	75.79	85.98	86.48	85.87
所有者权益(亿元)	21.10	22.61	22.70	26.73
短期债务(亿元)	22.80	31.23	32.63	28.10
全部债务(亿元)	48.15	56.39	56.16	52.26
营业收入(亿元)	25.09	25.50	26.12	6.52
利润总额(亿元)	1.10	1.42	0.17	0.03
EBITDA(亿元)	6.56	7.25	6.88	--
经营性净现金流(亿元)	0.74	1.73	2.31	0.11
营业利润率(%)	26.15	21.44	20.82	24.22
净资产收益率(%)	4.05	5.85	0.12	--
资产负债率(%)	72.17	73.71	73.75	68.87
全部债务资本化比率(%)	69.53	71.38	71.22	66.16
流动比率(%)	73.81	79.62	59.94	62.64
全部债务/EBITDA(倍)	7.33	7.78	8.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.52	2.55	2.18	--
经营现金流流动负债比(%)	2.57	4.72	5.97	--

注: 1、2011~2013 年, 公司将 4.52 亿向母公司中国中材股份有限公司借入的一年期拆借款计入其他应付款科目, 本报告将其调整至短期债务;
2、2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘新泉 张强
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 泰山玻璃纤维有限公司(以下简称“公司”)继续开拓市场渠道, 市场份额进一步得到巩固; 新区生产线顺利投产, 技术水平和生产效率进一步提升, 公司生产成本得以降低; 此外, 母公司中国中材股份有限公司(以下简称“中材股份”)给予了公司一定的资金支持。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时也关注到公司期间费用较高、经营性业务利润持续亏损、整体盈利能力低、行业波动导致经营压力加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司在建项目的建成投产, 未来公司产能规模将进一步上升, 并向高附加值产品延伸, 对产品的结构调整和升级、劳动生产率的提升、节能减排和生产成本降低的实现具有重要意义, 公司的盈利能力和综合竞争力有望随行业景气度的回升得以提升; 但同时, 公司在建项目未来投资规模较大, 公司面临较大的外部融资压力, 债务负担可能进一步加重; 此外, 公司母公司实力雄厚, 资金充裕, 对公司支持力度较大, 有助于公司未来发展。综合分析, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

“11 泰玻 MTN1”由公司母公司中国中材股份有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证。中国中材股份有限公司跟踪期内经营规模稳定增长, 综合实力有所提升, 市场地位进一步巩固, 该担保显著提升了该债券本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11 泰玻 MTN1”AAA 的信用等级。

优势

1. 公司在玻璃纤维行业市场份额突出。
2. 跟踪期内, 新区生产线顺利投产, 技术水平和生产效率进一步提升。

3. 公司母公司实力雄厚，资金充裕；跟踪期内，母公司给予公司下拨中央国有资产经营拨款和拆借款等资金支持。
4. 公司存续期债券“11泰玻MTN1”由母公司中国中材股份有限公司提供担保，该担保显著提升了债券本息偿还安全性。

关注

1. 跟踪期内，玻纤行业产能过剩依然存在；欧盟已正式立案对中国玻璃纤维反补贴和反倾销复审调查，国内国外两个市场竞争压力加大，公司面临一定经营风险。
2. 跟踪期内，主要产品价格下滑，期间费用维持高位，整体盈利能力下滑，公司经营性利润持续亏损。
3. 公司债务负担重，在建项目规模较大，未来随着在建项目的推进，公司债务负担可能进一步加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与泰山玻璃纤维有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与泰山玻璃纤维有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因泰山玻璃纤维有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由泰山玻璃纤维有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于泰山玻璃纤维有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”或“公司”）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47858.98万元，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%、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%。

2006年，山东国际信托投资公司、山东省高新技术投资有限公司将其所持股权转让给泰安市国有资产经营有限公司，南京玻璃纤维研究设计院将持有公司股权划转至中国非金属材料总公司（现名中国中材股份有限公司）。

2007年6月，中国信达资产管理公司、泰安市国有资产经营有限公司和中国非金属材料总公司等公司发起设立中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”），将所持有的公司股权作为出资全部投入中材股份，公司成为中材股份的全资子公司，并更名为泰山玻璃纤维有限公司。截至2014年3月底，公司注册资本为193471.24万元。

公司主要从事无碱玻璃纤维及制品的制造及销售，公司的主要产品包括直接纱、合股纱、电子纱、短切毡等。

截至2013年底，公司（合并）资产总额

86.48亿元，所有者权益22.70亿元（含少数股东权益1.88亿元）；2013年公司实现营业收入26.12亿元，利润总额0.17亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额为85.87亿元，所有者权益为26.73亿元（含少数股东权益1.90亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入6.52亿元，利润总额0.03亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年全年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全年社会融资规模为 17.29 万亿，比上年多 1.53 万亿；其中人民币贷款增加 8.89 万亿，同比多增 6879；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加 2.55 亿元和 1.84 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人

民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期

新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业环境

行业概况

玻璃纤维是一种综合性能优异的无机非金属材料，通常作为复合材料增强基材，电绝缘材、耐热绝热材料、光导材料、耐腐蚀材料和过滤材料等，广泛应用于国民经济各个领域。

在经过 2009 年的低迷和 2010 年的恢复性增长之后，中国玻璃纤维行业景气度在 2011 年开始回落。2011 年受欧债危机加重、世界经济持续下滑影响，风电、电子布等下游主要产品市场逐步降温，中国玻璃纤维行业全年累计实现产量 279 万吨，同比增长 9.0%，增速较 2010 年下降 15.9 个百分点；同时全行业实现利润总额 72.4 亿元，同比增长 9.9%，同比增速较 2010 年大幅下降。

2012 年，中国玻璃纤维景气度进一步下降，全行业实现主营业务收入为 1060.4 亿元，同比

增长 13.26%，但主营业务成本为 888.15 亿元，同比增长 15.00%，期间费用同比增长 8.30%，全行业实现营业利润 71.68 亿元，同比下降 1.0%，企业经营负担较重。2012 年，为了改善供需关系，行业内龙头企业带头限产，同时，《玻璃纤维行业准入条件》(2012 年修订)于 2012 年 10 月 1 日颁布实施，《玻璃纤维行业准入公告管理暂行办法》也于 11 月实行。在上述因素共同作用下，玻璃纤维全年产量为 288 万吨，同比小幅增长 3.2%。

2013 年，面对市场低迷，行业内企业限产保价、加大技改和产品结构调整成为行业共识，中国玻璃纤维产量 285 万吨，同比下降 1.0%；价格方面，2013 年一季度，受益于窑炉到期停产冷修、淘汰落后产能等措施的实施，玻纤产品价格略好于上年同期。但二季度以来，由于产量增速较快，各生产商去库存意愿增强，产品价格出现回落。2014 年以来下游风电等行业需求回升，同时由于行业间协同意识的增强以及下游成本上涨等因素的推动，几大主要玻纤生产商也是相继提价，玻纤产品价格有所回升。全年全行业实现主营业务收入 1310.8 亿元，同比增长 13.5%，实现利润总额 83.9 亿元，同比增长 9.3%，玻璃纤维行业景气度有所回升。

发展前景

玻璃纤维产品作为性能优越、替代性强的新型材料，适用于国民经济中的诸多领域。目前中国玻璃纤维大部分用于出口，2013 年中国玻璃纤维及制品出口数量为 119 万吨，占全年产量的 41.35%，国内玻璃纤维下游应用领域仍有待进一步开发。统计数据显示，美国是迄今全球复合材料渗透最快的市场，人均消费量约为 20 磅，但中国只有约 4 磅，未来国内市场提升潜力巨大。

2011 年底，工信部编制的《新材料产业“十二五”发展规划》预计到 2015 年，新材料产业规模将达到总产值 2 万亿元，年均增长超过 25%。同时，培育 20 个新材料销售收入超过 50 亿元的专业性骨干企业，建成若干主业突出、产业配

套齐全、年产值超过300亿元的新材料产业基地和产业集群，从而进一步增强新材料对工业结构调整和升级换代的带动作用。玻璃纤维作为应用广泛的新材料产品，也将成为国家产业政策重点扶持的行业。

2012年10月，《玻璃纤维行业准入条件（2012年修订）》（征求意见稿）颁布实施，新的准入条件在企业生产布局、工艺与装备、能源消耗、环境保护等领域全面提高了行业的准入门槛，并新增了产品质量方面的准入要求。本次玻璃纤维行业新准入标准极大提高了行业的准入门槛，遏制行业重复建设和盲目扩张，防止产能严重过剩，进一步促进节能减排，促进产业结构升级，引导行业持续健康发展，产能增速放缓将部分缓解需求放缓的不利影响，有助于稳定玻璃纤维行业的整体盈利能力。

随着国家相关产业发展规划的出台和实施，包括飞机、火车、汽车、船舶在内的交通运输业将成为中国玻璃纤维需求增速较快的领域，其中，轨道交通、高铁枕木需求最为旺盛；建筑等领域的玻纤需求将保持平稳增长的状态；而玻璃纤维产品在节能环保领域的应用，主要包括水处理工程设备、脱硫脱硝处理设备，也将成为未来行业发展新的亮点。

五、基础素质分析

1. 企业规模

公司在玻璃纤维行业具有规模优势，2013年公司玻璃纤维制品销量占国内市场12.1%，占国际市场6%，公司市场份额突出。

泰山玻纤满庄新区项目（以下简称“新区”）是公司“十二五”规划发展的战略工程，是对实现公司保增长、产品升级和结构调整、节能减排，降低生产成本和提升竞争力的战略目标的重要保障。跟踪期内，新区首个项目年产8.0万吨TCR无硼无氟玻纤¹生产线（预算

投资12.53亿元）于2013年7月29日点火，9月投入试生产。该项目主要工程有年产8.0万吨的TCR玻纤池窑拉丝生产线、5万吨级的多轴向织物车间（5.0万m²）、110kV的高压配电室、1.0万m³/hr的纯氧车间、2500吨/天的污水处理站、天然气站（含液化天然气站和应急柴油站，安泰燃气公司为此专门敷设了一条DN500的18公里长的天然气管道），锅炉房、水站、空压机站、消防站、废气处理站、职工食堂、职工宿舍楼等，完成建筑面积总计13.7万平方米，构筑物及道路5.4万平方米。

技术水平和运营方面，该条生产线采用具有自主知识产权的无硼无氟玻璃配方、高熔化率大型池窑及纯氧燃烧技术、先进物流自动化技术，生产线自动化水平较高，综合技术水平在国内领先。目前生产线运行良好，技术经济指标良好：实际产量达9.5万吨/年，超设计产能（8万吨/年）。与公司原有同类产品对比，产品成本下降600-700元/吨，吨产品能耗降低到0.32标准煤/吨纱，远低于国家准入0.55吨标煤；窑炉熔化率为2.4吨/天·立方米，粗纱的劳动生产率近200吨/人·年。

该生产线是公司截至目前投资最大、生产规模最大、建筑面积最大，工艺装备水平、公用工程装备水平、环保设施装备水平、安装工程质量、生产自动化程度和劳动生产率最高的生产线，对公司今后产品的结构调整和升级、劳动生产率的提升、节能减排和生产成本降低的实现，以及对企业综合竞争力的提升具有重要意义。

公司于2013年7、8、9月以及2014年1月分别关停了公司本部的四条落后生产线，新建生产线与到期停窑的生产线刚好衔接，保证公司产能水平稳定，并通过置换落后产能，获得较好的经营财务效益。该新区一期生产线于2013年底正式投产运营，2014年1~4月实现利润1159万元。

¹ 无硼无氟玻纤是无碱玻纤的一种，是国际玻璃纤维行业发展趋势之一。

2. 产品研发

2013 年度公司科技投入 13091 万元，当年节能环保型 TCR 玻璃纤维通过省部级鉴定，玻纤废丝加工回窑技术的开发、纱车自动翻转装置获中国建材革新奖，部分成果得到了国家资金支持，2013 年完成技术进步项目 26 项。

近年来公司坚持开发的热塑性玻纤产品项目逐步进入了收获期，2013 年公司热塑性玻纤产销 9.42 万吨（在公司粗纱产品分类中），超出去年 2.62 万吨，占公司产品销量的 23.94%，成为公司第一大类产品；LFT 粗纱进入了国内高端客户市场，2013 年实现销量 2058 吨。

公司持续改进热塑长纤，通过对拉丝漏板、浸润剂及工艺改进，成为市场销售亮点。短切纤维在日本市场、韩国市场和欧美市场均取得国际主流公司的产品认证；扁平纤维也实现国际主流公司认证。公司解决了环氧管道纱的一些质量和包装问题，保持了第一大环氧管道粗纱的供应商地位。SMC 粗纱保持北美各市场份额稳定，PP 夹心毡、大卷装板材毡产品市场开发取得突破。风电用纱质量持续改进，织物质量进一步提升，其复合材料疲劳性良；阳光布细纱开发也获得突破。

3. 节能环保

2013 年公司本部污水、废气均达标排放。年内累计去除 COD 787 吨，排放 47 吨，外排污水 COD 控制在 100mg/L 以下。公司 7 条废气处理线运转正常，开机率在 100%。狠抓清洁生产和环保配方改进，源头产生的 SO₂ 同比降低 50% 以上。为使外排烟气达标，对本部燃煤锅炉的烟气脱硫设施实施了升级改造；以新区污水、废气处理建设为工作重点科学规划，强化污水废气工艺选择、主要设备选型、施工及工艺调试等方面管理，环保项目顺利建成并投入运行；年内由市环卫处清运处理全部固废

1 万余吨；加强数字环保建设，通过检测 COD、BOD 以及生物相等指标，及时调整工艺参数，保障了废气污水处理系统的正常运行。

4. 股东支持

跟踪期内，公司母公司中材股份给予公司下拨中央国有资产经营拨款和拆借款等资金支持。2014 年一季度，中国中材集团有限公司下拨了公司技术改造项目款 1 亿元以及中材股份下拨了公司中央国有资产经营拨款 3 亿元，并计入资本公积。此外，中材股份给予公司持续的有息拆借款支持（截至 2013 年底账面余额为 4.52 亿元，账龄 3-4 年）。

六、管理分析

2014 年，公司进行了第三届董事会人员的任选，选出了第三届董事会成员：于国波、唐志尧、苏逵、卢党军、呼跃武。其中，于国波和卢党军由中材集团派驻的董事，且为此次新任选的、代替原股东方派驻的董事。高管方面，唐志尧任总经理、呼跃武任常务副经理、赵恒刚、张德刚、张国、刘洪刚任副总经理、曹惠任总会计师。

跟踪期内，公司无其他治理结构及管理等方面的重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，玻纤复合材料产业链下游企业普遍不景气，玻纤行业产能过剩依然存在，竞争加剧，产品价格持续下滑。2013 年，公司通过采取积极的产品结构调整以及积极的销售拓展，销售玻纤产品 39.34 万吨，同比增长 2.52%，从而实现主营业务收入 25.66 亿元，同比增长 2.32%，低于当年全行业增长速度。

表 1 公司主营业务收入情况

分产品	主营业务收入（万元）	毛利率（%）
-----	------------	--------

		2012年	2013年	2014年1-3月	2012年	2013年	2014年1-3月
玻璃纤维纱	粗纱	145335	134630	33869	20.52	20.28	24.98
	细纱	28377	39412	9972	33.39	26.07	14.87
玻璃纤维制品	毡类	44479	45408	10101	21.02	22.71	25.15
	短切纤维类	16214	26596	6364	9.17	15.16	20.54
	其他	16356	10543	4075	24.21	22.13	24.18
合计		250761	256589	64380	22.68	21.96	24.82

资料来源：公司提供

注：上述细纱产品中包含电子布产品，系电子纱深加工产品。

2013年，公司产品结构持续优化，生产效率提升，以及新建生产线的建成投产置换公司落后产能，使得生产成本逐步降低。其中，邹城两条细纱生产线运行效率达到历史最好状态，生产成本下降587元/吨，是生产系统中降本最明显的；新区一期8万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线产品成本较公司本部低600-700元/吨，吨产品能耗降低到0.32标准煤/吨纱，远低于国家准入0.55吨标煤；铂金加工分厂两年前引进国外先进铂金提纯，弥散强化技术等，2013年（含新区漏板加工）节省铂金提纯费、降低铂金消耗、弥散材料加工费和漏板加工费共计880万元，同时节约铂金损耗6千克等。但同时，由于公司本部8座池窑大都在中后期运行，安全生产和节能减排压力加大。

分产品收入方面，公司通过营销产品的结构调整，减少了对粗纱和方格布类产品（其他类中）的销售，相应地加大了对细纱、毡类以及短切纤维类等中高端产品的销售力度，其中细纱类产品收入同比有较大提升是由于公司电子布产销量同比有较大上升所致。公司主要产品粗纤（2013年占主营业务收入52.47%）2013年实现收入13.46亿元，同比下降7.37%。由于

公司新区一期8万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线的投产，产能逐步释放，2014年1~3月实现主营业务收入6.44亿元，同比增长13.54%，占2013年全年营业收入的25.09%。

从毛利率来看，公司2013年主营业务实现毛利率21.96%，较2012年上升2.22个百分点，主要得益于公司对生产成本的控制能力的增强。分产品方面，毡类和短切纤维类产品的毛利率水平有所上升：其中，虽然短切纤维类产品为公司中高端产品，但是由于出口部分与国内销售部分相比毛利率水平较低，且2013年以前该产品出口占比较大，故导致其毛利率水平较低；2014年公司相应地提高了国内销售的比重，短切纤维类产品毛利率水平有所提高。由于电子布产品市场当年不景气，价格下跌较大，导致细纱类产品的毛利率水平有较大下滑，但仍为公司毛利率水平最高的产品。得益于公司对中高端产品销售的增加和产品销售结构的调整，公司整体毛利率水平得以提升。2014年一季度，由于新区一期8万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线的成本优势初步体现，公司主营业务毛利率水平进一步提升，为24.82%。

2. 原材料采购

表2 公司主要原材料采购情况

主要原材料	采购量（吨）			采购平均价格（元/吨）		
名称	2012年	2013年	2014年1-3月	2012年	2013年	2014年1-3月
叶腊石	132536	141686	11796	550	552	593
生石灰	44053	55688	5254	523	525	526
石英粉	41926	44939	4082	485	456	456

硼钙石	19584	16330	2002	2412	2434	2342
天然气（万立方米）	6067.77	6044.67	1366.86	2.59	2.67	2.77

资料来源：公司提供

原料采购方面，公司主要原料为叶腊石、生石灰、石英粉、硼钙石，主要消费资源为天然气。2013 年随着公司产量的同比增长，叶腊石、生石灰和石英粉的采购量均有不同程度的提高。其中，2013 年叶腊石的采购价格同比保持稳定，但是由于原矿价格上涨，进入 2014 年叶腊石采购价格有所上涨。生石灰的供应商主要是是泰山玻纤莱芜非金属微粉有限公司、山东中信钙业有限公司，石英粉的供应商主要是山东临沂山琦矿业有限公司和苍山东钢矿业有限公司；由于生石灰和石英粉公司均采用两家供应商，既保证了货源充足，又能使价格互相牵制，降低采购成本；跟踪期内生石灰的采购成本较为稳定，石英粉的采购成本有所下降。天然气供应方面，公司由其子公司泰安泰燃气有限公司全面供气，气源充足质量稳定，能完全满足公司需求，价格自 2013 年 7 月有所上调；然而，随着中国推进天然气价格改革，公司未来可能将面临一定成本控制压力。

3. 产品生产

从生产来看，跟踪期内，公司于 2013 年 7 月、8 月和 9 月陆续关停了本部 1#、5#和 6#生产线，产能有所下降，同时随着新建成 8 万吨生产线的建成其产能逐步释放，截至 2013 年底，公司设计生产能力共计 39.30 万吨/年，同比增长 3.87%；截至 2014 年 3 月底，公司设计生产能力进一步上升至 41.48 万吨/年；2013 年生产 38.57 万吨玻纤成品，较 2012 年减少 3.72%。产品生产结构方面，粗纱和方格布属于中端产品，而细纱、短切纤维、电子布、毡制品、经编织物、耐碱纤维等属于高端产品；2013 年，公司中端产品产量占比为 67.8%，同比下降 4.9 个百分点，体现在粗纱和方格布类产品产量的下降上；相应地高端产品产量占比上升至 32.0%，同比上升 4.7 个百分点，体现在毡类、

短切纤维类以及细纱种的电子布的产量增长上。

2013 年，公司与全球最大的玻纤复合材料和民用、商用建筑材料生产商欧文斯科宁（以下简称“OC”）取得合作，OC 公司同意以技术和产品许可与公司合作建设 1.5 万吨/年的 AR 耐碱玻纤生产线，建成后，公司将成为全球最大的耐碱玻纤生产商。耐碱玻纤主要用于增强水泥制品，同时也是石棉制品的理想代用材料。公司将对本部 1#生产线的基础上投资 4000 万元进行该项目的建设，将分两期投产，一期 8000 吨已于 2014 年 2 月投产，二期 7000 吨将于 2015 年投产，分期投产可节省投资，使产品逐步投放市场。耐碱纤维的价格是普通玻纤的 2 倍，完全投产后，预计年平均销售收入可达 1.8 亿元，利润 1400 万元。

安全生产方面，2013 年全年公司安全生产累计投入 700 余万元，公司在项目建设安全、危化品管理、安全隐患排查治理、子公司安全监管等方面做了较多工作，本部全年轻伤率 0.85%，低于 2.2%的目标值。全年没有发生废水、废气、废渣污染及火灾事故。

2014 年，公司本部 7#、9#生产线将到 7 年设计窑龄并进入第 8 年生产期；邹城三线满 6 年进入第 7 年生产期，邹城二线满 9 年将进入第 10 年生产期。共有 40%的窑炉属后期超期运行，安全生产压力加大。2013 年底投产的新区一期生产线和预计 2014 年建成的新区二期生产线将与到期停窑的生产线刚好衔接，保证公司产能水平稳定，并通过置换落后产能，以获得较好的经营财务效益。2013 年底投产的新区一期生产线 2014 年 1~4 月实现利润 1159 万元。

表 3 公司目前主要产品生产情况

产品分类		产能(吨/年)			产量(吨)		
		2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
无碱玻璃纤维纱	粗纱	254000	263010	256436	263818	255132	63308
	细纱	18000	17670	17424	27322	19409	3922
无碱玻璃纤维制品	毡类	51590	50490	63652	46123	48824	14635
	短切纤维类	27400	38930	48280	23978	40288	11921
	方格布类	10950	6360	7920	8017	6291	1952
	其他	16360	16490	21076	4425	15781	5172
合计		378300	392950	414788	373683	385725	100911

资料来源：公司提供。

注：上表中 2013 年和 2014 年 1~3 月的细纱产品中不包含电子布，2013 年电子布产品销售为 15296 吨；若考虑电子布产品产销情况，公司 2013 年的细纱产品产销量水平实际上是同比上升的。

4. 产品销售

表 4 公司产品销售情况

分产品		产销率(%)			单价(万元/吨)		
		2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
无碱玻璃纤维纱	粗纱	104.19	111.39	103.93	5287.17	5240.77	5175.79
	细纱	101.46	104.94	94.48	10237.19	9877.07	10010.78
无碱玻璃纤维制品	毡类	100.73	104.73	74.29	8244.98	7943.85	7856.98
	短切纤维类	104.52	103.34	83.43	6469.56	6403.16	6396.65
	方格布类	94.91	112.36	115.91	7398	7000.96	6883.50
合计		102.87	102.26	96.87	6197.48	6290.02	6191.50

资料来源：公司提供。

注：合计一栏中单价部分为所有产品均价

表 5 公司产品出口情况统计

项 目	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
总出口数量(万吨)	143679	145976	37985
总出口销售额(亿元)	9.24	9.08	2.4
出口量/总销量(%)	37.38	37.01	38.86

资料来源：根据公司提供资料整理。

在调整营销产品结构方面，2013 年，公司基本放弃了低价的管道缠绕、土工格栅和模塑挤拉格栅市场，热塑类产品结构调整效果进一步显现，持续扩大了工业细纱产销量，在北美提升了 SMC 纱的市场份额，稳固了环氧管道纱的主要供应商地位。全年热塑类产品销量 9.42 万吨，同比增长 39.3%，其中短切纤维 3.86 万吨，国内 LFT 纱销量 2058 吨，取得较大突破；短切毡销量 2.62 万吨；风电织物 2 万吨，同比增长 23.9%；工业细纱销售 7524 吨，同比增长 38%；电子布销量 5778 万米，同比增长 454%，基本进入通用主流市场。

客户关系维护方面，2013 年，公司进一步扩大了金发科技、德国朗盛、美国 Ticona 等国

内外知名客户的供货量，成为其主要供应商之一。2013 年全年公司开发新客户 358 家，新客户销量 24432 吨。

产销率方面，公司为 2013 年底八万吨生产线投产提前做好市场开拓，公司通过消化库存提高产销率水平，2012 年以来绝大多数产品产销量均达到 100%，特别是 2013 年，公司产品产销率保持较高水平。2014 年一季度，受季节性影响，毡类和短切纤维类产品产销率水平偏低。

出口方面，公司产品出口占比近年来较为稳定，2013 年出口销售额占主营业务收入的 35.39%，同比下降 1.46 个百分点。海外市场拓展方面，公司此前在北美设立了泰山玻纤北美公司，招聘多名当地专业人才，以贸易为主，销售泰山玻纤产品以及产品售后服务，2013 年全年在北美市场销售玻璃纤维 4.3 万吨左右。公司在南非设立了泰山玻纤南非有限公司，以加工和贸易为主，该公司拥有一条年产 5000 吨的短切毡生产线，占据南非毡制品 60%以上的市场份额。2013 年公司正式在正在欧洲设立了

欧洲办事处，招聘当地专业人员。通过建立欧洲办事处，加强对欧洲市场的市场开发和服务力度。

产品价格方面，2013 年玻纤市场最大压力是价格一直走低，公司全线主要产品均出现了不同程度的价格下跌，其中电子细纱 G75 纱价格同比下降了 925 元/吨，电子布产品价格处于历史低点。2014 年一季度，产品价格仍在持续下滑。

公司产品质量有所提升，“A”级品率

96.66%，同比提高 0.85%；合格品率 97.83%，同比提高 0.83%；客户质量责任投诉 43 起，同比减少 4 起。

总体看，跟踪期内，面对市场持续低迷、竞争加剧的行业环境，公司通过积极主动调整营销产品结构，深化与大客户的战略合作关系并积极拓展新客户及海外市场，使产能利用率保持较高水平。然而，产品价格持续下滑以及窑炉超期运行增大了公司的经营压力。

5. 未来发展

表 6 截至 2013 年底公司投资规划（亿元）

项 目	规划 总投资	投资规划			
		2013 年底前 已完成	2014 年计划投资	2015 年计划投资	2016 年及以后
二期 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线	10.83	0	9	1.83	0
邹城年产 5 万吨电子纱生产线	12.09	0.7	5	2	4.39
新区三期 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线	9	0	0	0	9
邹城公司二期电子布生产线	4.5	0	0	0	4
合计	36.42	0.7	14	3.83	17.39

资料来源：公司提供

注：实际建设投资会与规划投资额存在部分差异；公司投资计划将根据市场行情变化进行调整。

公司未来项目建设投入规模较大，公司在建工程项目尚需投资 36.42 亿元。未来随着在建项目的陆续完工投产，公司产能将持续增长，预计 2014 年随着新投产的一期 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线产能的逐步释放，公司的产能预计将达到 43.88 万吨；2015 年底，公司的产能预计将达到 52.77 万吨。

公司发展战略是一是积极调整产销结构，努力提高产品产销量；二是根据国内外市场变化调整和优化营销产品结构，及时抓住市场变化带来的机遇，及时提高产品价格；三是实施“十二五”规划，推进新区二期八万吨、邹城五万吨电子纱等新项目建设；四是推动创新发展、技术进步和产品开发；五是多渠道开源节流降本增效，有效控制成本费用。2014 年公司计划生产并销售 42 万吨玻纤制品（含电子布 7200 万米）。

未来一段时间内，产能过剩仍然是影响国内玻纤企业整体效益的最大因素；欧盟已正式

立案对中国玻璃纤维反补贴和反倾销复审调查，国内国外两个市场竞争压力加大。随着公司在建项目的建成投产，未来公司产能规模将进一步上升，并向高附加值产品延伸，对产品的结构调整和升级、劳动生产率的提升、节能减排和生产成本降低的实现具有重要意义，公司的盈利能力和综合竞争力有望随行业景气度的回升得以提升。但同时，公司在建项目未来投资规模较大，公司面临较大的外部融资压力，债务负担可能进一步加重。

八、财务分析

公司提供的 2013 年财务报表经信永中和会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。合并范围内，新增和减少的子公司的资产规模相对公司资产规模变动不大，公司跟踪期较上年可比性较强。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额

86.48 亿元，所有者权益 22.70 亿元（含少数股东权益 1.88 亿元）；2013 年公司实现营业收入 26.12 亿元，利润总额 0.17 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 85.87 亿元，所有者权益为 26.73 亿元（含少数股东权益 1.90 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.52 亿元，利润总额 0.03 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，玻纤行业景气度不高，产品价格持续下滑。2013 年，公司通过采取积极的产品结构调整以及积极的销售拓展，销售玻纤产品 39.34 万吨，同比增长 2.52%，从而实现营业收入 26.12 亿元，同比增长 2.45%。2013 年，公司营业利润率为 20.82%，同比下降 0.62 个百分点；主要得益于公司的较高的成本控制能力，使得公司在行业景气度低迷时期仍保持较为稳定的营业利润率。随着公司新区一期 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线产能逐步释放，2014 年一季度公司实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 15.14%；同时，新区生产线产品成本优势得以完全体现，公司营业利润率上升至 24.22%。

期间费用方面，2013 年，公司期间费用占营业收入比重为 24.46%，同比基本持平（2012 年为 24.15%），高于营业利润率，对公司营业利润侵蚀大。其中，由于公司生产线项目的投资建设推升了债务规模，同时随着项目的建成结转，公司财务费用持续上升。公司期间费用控制能力有待提高。

2013 年，公司实现营业外收入 0.99 亿元，同比下降 11.38%，主要为政府补助（占 96.73%），其中主要为泰安大汶口石膏工业园管理委员会补贴款和邹城市财政局扶持企业发展资金等。

从盈利指标看，2013 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.58%和 0.12%，同比分别下降 1.33 和 5.73 个百分点。由于公司非经营性损益（投资收益）对 2012 年公司利润水平贡献大，若剔除该投资收益后，2012 年公司盈

利指标与 2013 年变化不大，公司经营性业务连续两年亏损。

总体看，2013 年受行业景气度不高、产品价格持续下降影响，公司营业利润率水平下滑；公司期间费用对公司利润规模侵蚀大，综合因素影响下，2013 年公司营业利润出现亏损。随着公司落后产能置换后，生产效率提高，2014 年一季度营业利润率有所回升。此外，政府补助对公司利润总额影响大。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013 年公司经营活动现金流入量为 19.52 亿元，同比略有增长，其中公司销售商品、接受劳务收到的现金为 18.32 亿元，同比基本持平。2012 年，公司经营活动现金流出量为 17.21 亿元，同比下降 2.42%。2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.31 亿元，同比增长 33.98%。2013 年，公司现金收入比为 70.15%，同比略有下降，公司收入实现质量差。公司现金收入比持续较低的原因在于：公司现金流量表中销售商品、提供劳务收到的现金反映的是实际收到的货币资金回款以及收到的承兑汇票到期托收货币资金入账后的金额；目前国内销售回款中银行承兑汇票所占比例较高，只有承兑到期托收后才能计入公司现金流量表中销售商品、提供劳务收到的现金，由于承兑到期托收产生的时滞性及公司营业收入的不断增长，使得公司现金收入比较低；此外，公司通过票据背书也使得公司现金收入比较低。

从投资活动看，2013 年公司投资活动现金流出为 6.13 亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，同比增长 28.60%；同期投资活动产生现金流量净额为-5.55 亿元。公司 2013 年筹资活动前产生现金流量净额为-3.24 亿元。

从筹资活动来看，2013 年，公司筹资活动现金流入量为 33.02 亿元，主要为取得借款收到的现金和收到的其他与筹资活动有关的现

金，其中收到的其他与筹资活动有关的现金 5.77 亿元主要为 3 亿元的银行承兑汇票贴现和 2 亿元的国内信用证贴现。2013 年公司筹资活动现金流出量为 36.55 亿元，主要是偿还债务支付的现金。2013 年公司筹资产生的现金流为净流出 3.53 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入为 3.82 亿元，经营活动现金流出 3.71 亿元，经营活动现金流量净额为 0.11 亿元；同期，公司投资活动现金净流出 0.33 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.56 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金的能力维持较低水平，公司投资支出规模增加；未来资本性投资规模较大，公司存在较大的融资压力。

3. 资产及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 86.48 亿元，较 2012 年底略有增长；其中流动资产占 26.85%，非流动资产占 73.15%，公司资产构成上以非流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产 23.22 亿元，同比下降 20.38%，主要是由于货币资金和存货下降所致。截至 2013 年底，公司货币资金为 4.11 亿元，同比大幅下降 60.97%，其中其他货币资金由信用证和银行承兑汇票保证金构成，公司受限资金 0.54 亿元；公司应收票据不断增长，2013 年底为 4.80 亿元，同比增长 29.84%，公司应收票据由银行承兑汇票（占 88.13%）和商业承兑汇票（占 11.87%）构成，2013 年底已用于质押的应收票据 1.57 亿元，已经背书给他方但尚未到期的票据 1.04 亿元；公司应收账款为 6.26 亿元，同比增长 2.66%，计提坏账准备 0.36 亿元，计提比率为 5.48%，公司按账龄计提坏账准备的应收账款以一年以内为主（占 95.14%），关联方应收账款共计 1.06 亿元；公司预付款项为 2.41 亿元，同比增长 32.96%，主要是公司购买新区项目建设土地对泰安大汶口

石膏管理委员会预付的土地款 0.98 亿元所致；公司存货为 4.74 亿元，同比下降 14.96%，主要是由于原材料和库存商品下降所致，公司共计提存货跌价准备 281.96 万元（0.6%）。

截至 2013 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 85.35%）、在建工程（占 6.09%）和无形资产（占 7.00%）构成。截至 2013 年底，公司固定资产为 53.99 亿元，同比增长 14.17%，其中由在建工程转入的金额为 7.44 亿元，主要为新工业园项目 8 万吨生产线和年产 1 亿米电子布生产线；公司在建工程为 3.85 亿元，主要在建项目有公司在建工程的增加主要为年产 5 万吨电子级无碱玻璃纤维项目、新工业园项目、耐碱（AR）玻璃纤维生产线技术改造项目和五、六线冷修工程等；公司无形资产为 4.43 亿元，同比下降 2.44%，公司无形资产主要为土地使用权（占 99.00%）。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 85.87 亿元，较 2013 年底略有下滑，其中流动资产占 25.11%，非流动资产占 74.89%。流动资产方面，公司应收账款进一步上升，较 2013 年底增长 24.38%，主要是由于；存货规模也较 2013 年底增长 6.76%。非流动资产在构成上较 2013 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产结构变化不大，公司资产以非流动资产为主，资产质量尚可。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 22.70 亿元（其中少数股东权益 1.88 亿元），同比基本保持稳定。公司资本公积较上年有所增加，主要为收到财政部下达中央预算内国有资本经营预算节能减排资金 1516 万元转为资本公积；专项储备为安全生产费；截至 2013 年底，公司未分配利润为-0.73 亿元。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 26.73 亿元（其中少数股东权益 1.90 亿元），较 2013 年底增长 17.76%，其中公司资本公积增长 4 亿元，系中国中材集团有限公司下拨的技术改造项目款 1 亿元以及

中材股份下拨的中央国有资产经营拨款 3 亿元。虽然公司所有者权益主要由实收资本构成（2013 年底占 72.38%），但考虑到公司未分配利润近三年来持续为负，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 63.78 亿元，同比保持稳定，其中流动负债占比 60.73%，非流动负债占比 39.27%。截至 2013 年底，流动负债 38.73 亿元，同比增长 5.77%，其中，公司短期借款 22.91 亿元，同比增长 8.51%，其中以保证借款为主（占 59.08%），信用借款和质押借款分别占 32.31%和 8.62%；应付账款 3.88 亿元，1 年以内的占 56.52%，1 年以上应付账款主要为工程和采购设备质量保证金等，将在到期后偿还；公司其他应付款主要为从其母公司中国中材股份有限公司的有息拆借款（截至 2013 年底账面余额为 4.52 亿元，账龄 3-4 年），此报告分析时将此拆借款计入短期债务。

截至 2013 年底，公司非流动负债 25.04 亿元，同比下降 6.39%，主要为长期借款下降所致。截至 2013 年底，公司长期借款 16.96 亿元，主要为抵押借款（占 22.65%）和保证借款（占 77.09%）。

截至 2013 年底，公司全部有息债务为 56.16 亿元，同比略有下降，其中短期债务占 58.11%，同比上涨 2.72 个百分点，长期债务为 23.53 亿元。公司 2013 年资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 73.75%、71.22%和 50.90%，公司债务负担较上年基本持平，且短期债务比重进一步上升，公司债务负担重。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计为 59.14 亿元，较 2013 年底下降 7.27%，主要是由于短期借款、应付票据和专项应付款的减少所致。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务为 52.26 亿元，较 2013 年底下降 6.94%，短期债务占比下降至 53.77%。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本

化比率分别为 68.87%、66.16%和 47.48%，债务指标均较 2013 年底有所下降，公司债务负担有所减轻，但债务负担仍然较重。

总体看，跟踪期内，公司债务负担仍然较重；母公司给予公司下拨中央国有资产经营拨款和拆借款等资金支持。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 59.94%和 47.70%，均较 2012 年底有明显下滑，分别下降 19.68 和 16.70 个百分点。2014 年 3 月底分别为 62.64%和 47.95%。公司经营现金流负债比在 2013 年为 5.97%。2013 年公司现金类资产 8.91 亿元，对短期债务的保障倍数为 0.27 倍，同比下降 40.08%。总体看，跟踪期内公司短期支付压力进一步加大。

从长期偿债能力指标看，2013 年，公司 EBITDA 为 6.88 亿元，同比下降 5.04%；EBITDA 利息倍数为 2.18 倍，全部债务/EBITDA 为 8.16 倍，均较 2012 年有所弱化。公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保余额为 5.32 亿元，对外担保比例为 23.44%，全部为对关联公司的担保，分别是泰山玻璃纤维邹城有限公司和中材高新材料股份有限公司的担保。目前，上述被担保企业经营状况良好。公司担保比例较高，存在一定的或有负债风险。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司共获得银行授信 39.86 亿元，已全部使用，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B-2014050060689372），截至 2014 年 5 月 13 日，公司无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。

6. 抗风险能力

公司不断开拓销售渠道，在玻璃纤维制品行业市场份额突出；公司母公司实力雄厚，资金充裕，对公司支持力度较大，有助于公司未来发展；公司债务负担重，盈利能力不稳定。综合分析，公司整体抗风险能力一般。

九、本期债券募投资金使用情况

本期债券募集资金 6.60 亿元已全部使用完毕，资金分配情况如下：1 亿元用于补充公司营运资金需要，主要包括天然气、叶腊石、硼镁钙、生石灰、硅微粉、硼钙石等原材料采购费用；1 亿元用于采购铂、铑等贵金属材料；6400 万元用于设备检修保养；3.96 亿元用于偿还泰玻本部银行借款。

十、存续债券偿还能力

截至 2014 年 3 月底，公司存续期债务为额度 6.60 亿元、期限 5 年的中期票据“11 泰玻 MTN1”（以下简称“存续期债券”）。公司 2011~2013 年 EBITDA 均值为 6.93 亿元，2013 年为 6.88 亿元，分别为存续期债券的 1.05 倍和 1.04 倍。公司 2011~2013 年经营活动现金流入量三年均值和 2013 年值分别对存续期债券的 2.96 倍和 2.92 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期债券的保障能力较好。

十一、债权保护条款

本期债券由公司母公司中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）提供不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期中期票据的本金及相应票面利息。

中材股份作为全球最大的水泥技术装备与工程服务商之一，以及国内领先的水泥、玻纤等非金属建材生产商，在行业地位、产能规模、项目储备、技术研发实力等方面具备显著优势。

水泥业务板块

截至 2014 年 3 月底，中材股份熟料和水泥年生产能力分别为 8181 万吨和 10588 万吨，混凝土产能 3265 万立方米/年。随着中材股份产能规模的扩张，其水泥产量逐年增长，2011~2013 年水泥产量分别为 4965 万吨、6322 万吨和 7466 万吨，区域市场控制力进一步加强。2013 年中材股份共销售水泥及熟料 8473 万吨，同比增长 17.98%；水泥制造板块共实现营业收入 241.52 亿元，在营业总收入中占比为 46.85%。2014 年一季度，中材股份共销售水泥 956 万吨、熟料 212 万吨。

价格方面，在中材股份产能较为集中的西北地区，由于其 2013 年固定资产投资增速保持较高水平，区域水泥价格走势除新疆外基本与全国保持一致。新疆地区，受近期水泥产能的集中释放，市场价格出现大幅下滑，2013 年新疆地区 P.O42.5 水泥平均价格为 337 元/吨，同比下降 21.86%。从产品销售价格来看，2013 年中材股份水泥产品平均售价为 266 元/吨，与 2012 年基本持平，主要受益于甘肃、华北以及粤西地区水泥销售价格的提升。

中材股份水泥业务在西北区域龙头地位稳固，未来中材股份将继续通过兼并重组等方式提升在区域市场的控制力度。

新材料业务板块

2013 年中材股份新材料板块（包括玻纤制品）实现营业收入 66.05 亿元，占中材股份营业收入的 12.81%。

中材股份新材料产业主要包括玻璃纤维和高薪材料两部分。玻璃纤维业务主要通过旗下泰山玻纤及中材金晶玻纤有限公司经营。中材股份是中国第三大玻璃纤维及玻璃纤维制品生产商。

2013 年中材股份合计玻纤产量 43.05 万吨，与 2012 年基本持平。2013 年中材股份玻纤产品销量 44.24 万吨，但受市场环境影响，玻纤产品销售价格有所下滑，销售均价为 6273 元/吨，同比下降 4.62%。

除玻纤产品外中材股份新材料板块中包括风机叶片、CNG 气瓶、过滤材料和先进陶瓷等产品，主要通过中材科技股份有限公司及中材高新材料股份有限公司运营。2013 年以来中材股份各高新材料主要产品产量保持稳定增长，

市场占有率不断上升。

总体来看，中材股份新材料产业发展迅速，中材股份拥有规模优势以及较强的研发实力和技术水平。

表 7 中材股份主营业务收入构成情况 （单位：亿元，%）

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥技术装备与工程服务	239.45	15.29	194.94	16.42	207.98	14.12	45.93	14.67
水泥制造	203.28	29.61	203.04	20.00	241.52	24.25	32.91	22.35
新材料	58.21	24.34	58.20	22.27	66.05	22.29	13.88	22.49
主营业务收入	500.94	22.15	456.18	18.76	515.56	19.91	92.72	18.57
营业总收入	504.53	22.32	461.53	19.00	520.81	19.93	93.09	18.97

资料来源：中材股份审计报告

盈利能力及现金流分析

2013 年以来，受益于水泥行业下游需求回暖，中材股份收入水平显著提升，营业总收入达 520.81 亿元，同比增长 12.84%；2014 年一季度，中材股份实现营业总收入 93.09 亿元，同比增长 8.95%。

随着 2012 年以来国内外水泥建设市场的大幅下滑，以及新材料板块收入的增长，中材股份水泥技术装备及工程服务在营业总收入中占比持续下降，2013 年下降至 39.93%。水泥制造是中材股份 2012 年以来收入规模最大的板块，2013 年在下游需求有所回升的情况下，中材股份水泥制造板块收入同比大幅增长 18.95%至 241.52 亿元，在营业总收入中的占比进一步上升至 46.37%，是中材股份收入及利润主要来源。新材料业务方面，2011 年以来受多个产品产能过剩、价格显著下滑影响，中材股份新材料业务收入增速有所放缓，2013 年该板块收入为 66.05 亿元。

营业毛利率方面，2013 年以及 2014 年一季度中材股份营业毛利率分别为 19.93%和 18.97%。整体看来，中材股份近年来营业毛利率变化幅度不大。其中水泥技术装备及工程服务板块，毛利率水平不高，近年来维持在 15%，主要受工程业务特点影响。水泥制造板块，毛

利率水平受水泥市场价格影响较大。2013 年以来，受益于煤炭等原材料价格的明显下滑，中材股份水泥制造板块盈利能力有所回升，达 24.25%。而新材料业务方面，近年来保持了相对较好的毛利率水平。

期间费用方面，随着近年来经营规模的扩张以及债务负担的增加，中材股份期间费用不断上涨；其中管理费用占比较大。2013 年，中材股份收入规模及费用支出均有所增长，期间费用占营业收入比重为 14.95%，同比保持稳定。总体来看，中材股份费用支出规模较大，对整体利润水平有所侵蚀。

2013 年受益于盈利能力回升以及收入规模扩大，中材股份经营性业务利润同比增长 48.94%，达 22.22 亿元。

非经常损益方面，当年中材股份分别计提坏账损失、固定资产减值损失以及商誉减值损失 9.67 亿元、2.40 亿元和 1.33 亿元，当年资产减值损失合计达 14.21 亿元，大幅削弱了中材股份的利润总额。此外，2013 年中材股份获得政府补助 11.77 亿元，营业外损益为 12.67 亿元。

中材股份 2013 年完成利润总额 21.87 亿元，与 2012 年变化幅度不大。2014 年一季度受季节性因素影响，中材股份利润总额为-0.46 亿元。

表 8 中材股份财务概况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	154.66	150.42	138.01	126.94
资产总额(亿元)	782.23	861.28	930.97	941.41
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	235.08	269.44	278.63	286.20
短期债务(亿元)	155.60	183.13	197.27	196.15
全部债务(亿元)	323.30	353.97	362.79	371.94
营业收入(亿元)	504.53	461.53	520.81	93.09
利润总额(亿元)	48.84	20.70	21.87	-0.46
EBITDA(亿元)	85.85	66.27	73.48	--
经营性净现金流(亿元)	-7.06	27.24	29.40	-15.64
营业利润率(%)	21.44	18.13	19.93	18.97
净资产收益率(%)	16.84	5.78	5.19	-0.49
资产负债率(%)	69.95	68.72	70.07	69.60
全部债务资本化比率(%)	57.90	56.78	56.56	56.51
流动比率(%)	97.22	88.93	83.30	86.33
全部债务/EBITDA(倍)	3.77	5.34	4.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.48	3.32	3.53	--
经营现金流流动负债比(%)	-1.93	6.79	6.36	--

注：1. 2014 年一季度未经审计；

2. 2014 年一季度中材股份将短期融资券放入其他流动负债科目，联合资信分析时计入短期债务。

现金流方面，主要由于水泥制造板块下游企业资金链紧张，赊账规模上升，以及中材股份票据结算规模的上升，导致 2013 年中材股份现金收入比同比下降了 12.42 个百分点至 85.14%。此外，受益于当年中材股份获得的较大规模的政府补助，2013 年中材股份保持了良好的获现能力，经营活动净现金流为 29.40 亿元，同比上升了 10.03%。2014 年一季度受行业季节性影响，中材股份存货以及应收账款余额有所增加，导致经营活动净现金流为-15.64 亿元。

总体看来，在各项业务有序推进以及水泥制造及新材料板块下游需求回升的带动下，2013 年以来中材股份收入水平稳步增长，盈利能力有所回升。

资本结构及偿债能力分析

近年来，随着中材股份并购整合以及新建扩张，主要业务板块规模不断扩大，资产规模也随之快速增长。2013 年底中材股份总资产 930.97 亿元。同时通过经营积累，中材股份资本实力不断加强，2013 年底所有者权益为 278.63 亿元。2014 年 3 月底，中材股份总资产

进一步上涨至 941.41 亿元，其中所有者权益 286.20 亿元，主要为资本公积同比增加 8.28 亿元。

债务方面，近年来中材股份业务规模的快速扩张对资金需求较大，中材股份债务水平显著增加。2013 年底中材股份全部债务规模为 362.79 亿元。但同时受益于资产规模的增长以及资本实力的增强，中材股份资产负债率近年来变化幅度较小，基本控制在 70%左右。2013 年底，中材股份资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.07%和 56.56%。2014 年 3 月底中材股份总债务规模进一步增长至 371.94 亿元，但受益于所有者权益的稳定增长，中材股份资产负债率和全部债务资本化比率基本保持稳定，分别为 69.60%和 56.51%。总体来看，中材股份目前负债规模较大，资产负债率处于较高水平，未来债务融资空间有限。但考虑到中材股份以及多家下属子中材股份均为上市企业，直接融资渠道丰富，可为中材股份未来运营以及资本支出提供有力支撑。

偿债能力方面，2013 年受益于产销规模扩大以及下游逐步回暖影响，中材股份 EBITDA 回升至 73.48 亿元，加之当年债务规模增长幅度有限，中材股份 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所加强。2013 年中材股份全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.94 倍和 3.53 倍。

或有负债方面，截至 2014 年 3 月底，中材股份无对外担保。

截至 2014 年 3 月底，中材股份本部在多家银行共计取得授信额度约为 220 亿元人民币及 5000 万美元，其中已使用的银行授信额度为 7.5 亿元人民币和 1500 万美元，尚未使用的额度为 212.5 亿元人民币及 3500 万美元，中材股份间接融资渠道畅通。

跟踪期内，中材股份保持了较快的扩张步伐，整体资产构成维持稳定，综合实力有所增强，市场地位得到巩固。中材股份作为全球最大的水泥技术装备与工程服务商之一，综合实

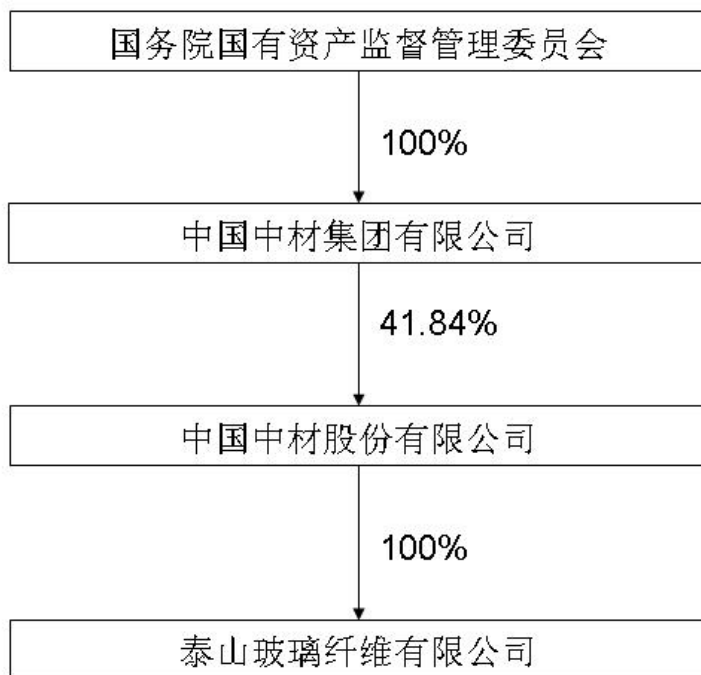
力强，其在国内水泥、玻纤等非金属建材领域具备显著规模优势和行业地位，中材股份整体抗风险能力强，具备较好的偿债能力。经联合资信评定，维持中材股份 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

截至 2013 年底，中材股份现金类资产 138.01 亿元，为“11 泰玻 MTN1”本金的 20.91 倍；2013 年中材股份的 EBITDA 和经营性净现金流分别“11 泰玻 MTN1”本金的 11.13 倍和 4.45 倍。中材股份的现金类资产、EBITDA 和经营性净现金流对“11 泰玻 MTN1”保障程度高。总体看，中材股份对公司存续期债券“11 泰玻 MTN1”提供担保显著提升了债券本息偿还安全性。

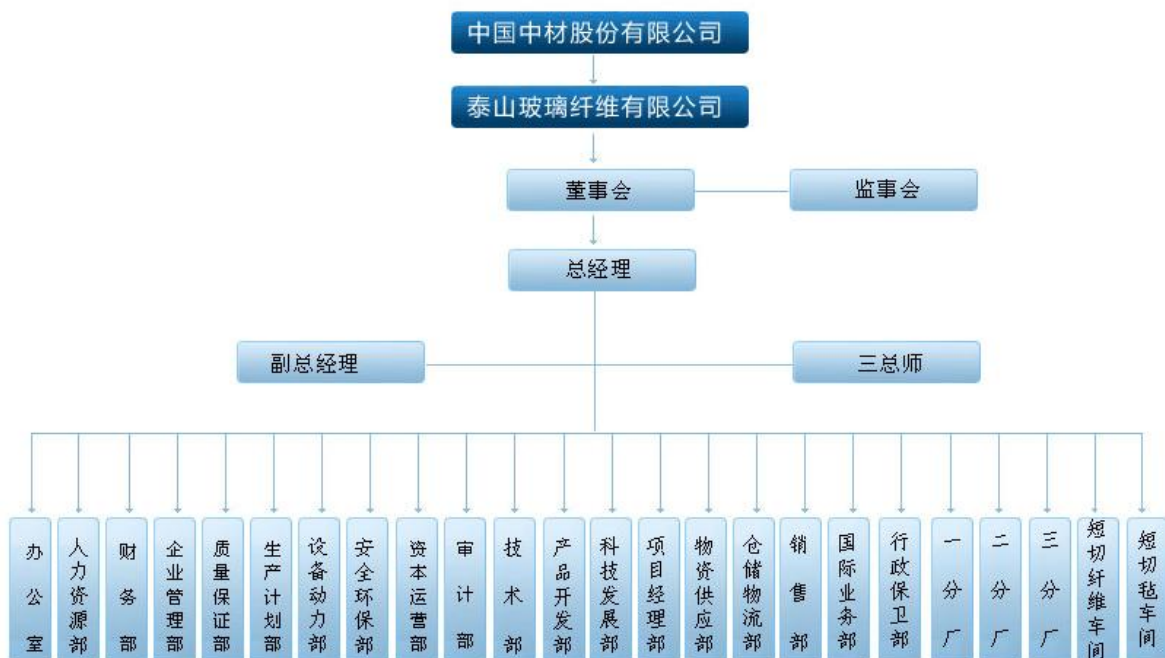
十二、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“11 泰玻 MTN1” AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.39	14.23	8.91	6.81
资产总额(亿元)	75.79	85.98	86.48	85.87
所有者权益(亿元)	21.10	22.61	22.70	26.73
短期债务(亿元)	22.80	31.23	32.63	28.10
长期债务(亿元)	25.34	25.16	23.53	24.16
全部债务(亿元)	48.15	56.39	56.16	52.26
营业收入(亿元)	25.09	25.50	26.12	6.52
利润总额(亿元)	1.10	1.42	0.17	0.03
EBITDA(亿元)	6.56	7.25	6.88	--
经营性净现金流(亿元)	0.74	1.73	2.31	0.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.33	2.94	2.51	--
存货周转次数(次)	3.33	3.57	3.97	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.32	0.30	--
现金收入比(%)	71.97	71.42	70.15	56.93
营业利润率(%)	26.15	21.44	20.82	24.22
总资本收益率(%)	4.17	4.91	3.58	--
净资产收益率(%)	4.05	5.85	0.12	--
长期债务资本化比率(%)	54.57	52.67	50.90	47.48
全部债务资本化比率(%)	69.53	71.38	71.22	66.16
资产负债率(%)	72.17	73.71	73.75	68.87
流动比率(%)	73.81	79.62	59.94	62.64
速动比率(%)	54.84	64.40	47.70	47.95
经营现金流动负债比(%)	2.57	4.72	5.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.52	2.55	2.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.33	7.78	8.16	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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	
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/主营业务收入×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-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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

企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。