

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1685 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

二零一五年七月二十九日



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: 2015 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.23	8.91	8.23	10.78
资产总额(亿元)	85.98	86.48	91.46	99.59
所有者权益(亿元)	22.61	22.70	28.06	28.55
短期债务(亿元)	31.23	32.57	34.05	35.81
全部债务(亿元)	56.39	56.09	56.13	61.24
营业收入(亿元)	25.50	26.12	30.78	7.99
利润总额(亿元)	1.42	0.17	0.98	0.51
EBITDA(亿元)	7.25	6.88	9.37	--
经营性净现金流(亿元)	1.73	2.31	6.57	-0.79
营业利润率(%)	21.44	20.82	25.71	27.66
净资产收益率(%)	5.85	0.12	3.27	--
资产负债率(%)	73.71	73.75	69.32	71.33
全部债务资本化比率(%)	71.38	71.19	66.67	68.21
流动比率(%)	79.62	59.94	55.08	64.30
全部债务/EBITDA(倍)	7.78	8.15	5.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.55	2.18	3.03	--
经营现金流流动负债比(%)	4.72	5.97	16.19	--

注: 1、2012~2014 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、2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘新泉 徐荣伟
 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; 玻纤行业景气度有所回升, 新区生产线顺利投产, 技术水平、成本控制能力和生产效率进一步提升, 公司收入规模及利润水平均有所提高; 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、整体盈利能力仍较低、在建及拟建项目投资规模较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, 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; 此外, 公司母公司实力雄厚, 资金充裕, 给予持续而有力的支持。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较突出, 2014 年公司玻璃纤维制品销量占国内市场 13%, 占国际市场 8%。
2. 跟踪期内, 玻纤行业景气度有所回升, 新区生产线顺利投产, 技术水平、成本控制能力和生产效率进一步提升, 公司收入规模及利润水平均有所提高。

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政府权益性投资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，玻纤行业产能相对过剩依然存在；欧盟已对中国玻璃纤维征收反补贴和反倾销税，国内国外两个市场竞争压力仍较大。
2. 跟踪期内，期间费用控制能力有所改善但仍维持高位，整体盈利能力仍较低。
3. 公司短期债务负担仍较重；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“11 泰玻 MTN1”到期兑付日有效；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。

2014年6月，公司第三届董事会第七次会议决议通过了“资本公积转增资本”、“修改《公司章程》中注册资本”的议案；中材股份书面同意公司董事会提出的议案；将政府权益性投

资49387万元由资本公积转增股本。截至2015年3月底，公司注册资本为242858.24万元。

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2014年底，公司（合并）资产总额91.46亿元，所有者权益28.06亿元（含少数股东权益1.94亿元）；2014年公司实现营业收入30.78亿元，利润总额0.98亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为99.59亿元，所有者权益为28.55亿元（含少数股东权益1.99亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入7.99亿元，利润总额0.51亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394

亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任

务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

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。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。据统计，2014 年，全球玻璃纤维产量继续增长，总产量达 578 万吨；同期中国玻璃纤维总产量为 308 万吨，同比增长 8.07%，增速较上年有明显提升。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，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。

2013年12月，欧盟委员会又先后对原产自中国的长丝玻璃纤维产品发起反补贴调查及反倾销临时复审调查，并于2014年12月公布对巨石集团等中国玻璃纤维企业自中国境内出口至欧盟的涉案产品征收反倾销及反补贴税，合计税率已达24.80%（不含进口关税7%）。若未来国际贸易保护措施不断升级，则会对国内玻纤企业的对外贸易产生一定影响，玻纤企业的国际化格局亟需改变。

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态度；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. 企业规模与技术

公司在玻璃纤维行业具有规模优势，2014年公司玻璃纤维制品销量占国内市场13%，占国际市场8%，公司市场份额较突出。

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。目前，新区已建成两条8万吨生产线，分别于2013年8月和2014年12月建成点火。经实际运行测算，实际生产能力均达到9万吨/年以上；吨原丝产品能耗达0.3吨标煤，比本部池窑平均节能35%；人均劳动生产效率近200吨/人·年；同结构产品生产成本比本部降低600元/吨，综合技术指标达到国际先进水平。2014年，一期8万吨生产线全年累计生产玻璃纤维纱94342吨，销售83900吨；实现销售收入49742.3万元，净利润5803万元；2015年新区1-4月份销售46238吨，实现销售收入30393万元，净利润5285万元。

2014年12月的点火的第二条8万吨生产线于2015年2月份正式投产，目前核算产能约9.0万吨，其主导产品短切纤维吨产品成本比本部7#线降低800元/吨以上。第二条8万吨生产线达产后，2015年公司吨产品生产成本比2013年新线投产前降低303元/吨，毛利率比2013年新线投产前提高13个百分点，比2014年提高3个百分点。

跟踪期内，公司在本部原一线厂房与美国

OC 公司合作的耐碱玻纤（AR）项目于 2014 年 1 月 24 日点火，2 月底进入试生产，2014 年共生产耐碱纤维制品 6686 吨，销售 5664 吨。

此外，公司与美国 AGY 公司合作，在新区首个 8 万吨生产线旁边建设了一条年产 8000-10000 吨的 S-1HM 高模纤维生产线，是又一与国际知名企业合作的高端产品项目。

截至 2014 年底，公司共有在职员工 3842 人。从文化素质方面看，初中及以下占 22.25%，高中及中专占 51.17%，大专占 18.61%，本科及以上学历占 7.96%；从岗位构成看，管理人员占 9.68%，研发人员占 4.19%，生产人员占 83.60%，销售人员占 2.52%；从员工年龄上看，30 岁以下占 37.48%，30~50 岁占 60.70%，50 岁以上占 1.82%。

2. 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，中国中材集团有限公司下拨了公司技术改造项目款 1.50 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 2014 年底账面余额为 4.52 亿元）。

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、呼跃武和曹勤明。高管方面，唐志尧任董事长及总经理，苏逵任党委书记，呼跃武任常务副总经理，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，受下游风电等行业需求回升影响，玻纤产品价格和产量均有所回升。受此带动，2014 年公司实现主营业务收入 28.68 亿元，同比增长 11.79%；实现毛利率 21.96%，同比增长 2.22 个百分点。2015 年一季度，公司实现主营业务收入 7.90 亿元，同比增长 22.70%；实现毛利率 28.26%，同比增长 3.44 个百分点，主要是得益于产品价格回升以及新区第二条 8 万吨生产线的投产进一步降低了生产成本所致。

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（%）		
		2013年	2014年	2015年1-3月	2013年	2014年	2015年1-3月
玻璃纤维纱	粗纱	134630	164662	54074	20.28	21.37	30.52
	细纱	39412	39387	2835	26.07	18.45	20.36
玻璃纤维制品	毡类	45408	50118	13959	22.71	26.89	25.77
	短切纤维类	26596	27201	6970	15.16	15.01	17.63
	其他	10543	5465	1154	22.13	14.79	16.80
合计		256589	286835	78992	19.74	21.96	28.25

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。

分产品方面，粗纱仍然是公司主要销售商品，2014 年粗纱产品产销量以及产品售价均有不同程度的上升，使得该产品收入和毛利率得

益提升。虽然当年细纱产品价格上升，但产量有所下降，细纱收入同比保持稳定，毛利率大幅下降，主要是由于下游客户需求降低、玻纤

企业生产量增加导致竞争激烈所致。由于新区生产线产能释放，2014 年毡类产品收入同比增长较多，且新区生产线技术水平较高、成本控制能力较好，其毛利率水平同比亦有所增长。短切纤维类产品整体同比变化不大。

2015 年一季度，粗纱和毡类产品产量和价格均有同比有较大提升，使其收入同比增长显著。新区第二条 8 万吨生产线投产后，短切纤维类产品收入和毛利率同比大幅提升。

2. 原材料采购

表 2 公司主要原材料采购情况

主要原材料 名称	采购量（吨）			采购平均价格（元/吨）		
	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
叶腊石	141686	155593	22451	552	594	513
生石灰	55688	65995	18265	525	510	423
石英粉	44939	56432	17009	456	462	381
硼钙石	16330	8928	1430	2434	2495	2383
天然气（万立方米）	6044.67	5439.48	1268.80	2.67	2.9	2.81

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。2014 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。

叶腊石的供应商为泰安华泰非金属微粉有限公司，是泰山玻纤的全资子公司，有 4 万吨左右的大型原料堆放场地，上游有多家合作矿山，可以将多家的原料进行合理搭配，在货源充足的前提下保证了产品质量。2014 年叶腊石的采购价格同比有所上升，进入 2015 年叶腊石采购价格下降较快，价格波动性较大。

生石灰的供应商主要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；跟踪期内石英粉的采购成本较为稳定，生石灰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，2014 年价格有所上调，2015 年有所回落；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，公司陆续关停了本部特纤窑和 8#生产线，但同时随着新建成两条 8 万吨生产线的建成其产能逐步释放，截至 2014 年底，公司设计生产能力达 43.17 万吨/年，同比增长 9.87%；2014 年生产 42.58 万吨玻纤成品，较 2013 年增长 10.38%。产品生产结构方面，直接纱、合股缠绕纱属于低端产品，短切纤维、热塑长纤、细纱、短切毡和方格布属于中端产品，而 LFT 纱、多轴向织物、表面毡、缝编毡、电子布、耐碱纤维等属于高端产品；2014 年，公司低端产品销量占比为 30%，同比下降 5 个百分点；中端产品产量占比为 50%，与上年基本持平；高端产品产量占比为 20%，同比上升 5 个百分点。

根据现有生产线及即将试运行生产线的生产计划，公司预计原丝产量将呈稳定增长态势，预计 2015 年公司原丝产量将达 48.72 万吨，2016 年原丝产量将达 52.47 万吨。

2014 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。2014 年共生产耐碱纤维制品 6686 吨，销售 5664 吨。

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）		
		2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
无碱玻璃纤维纱	粗纱	263010	264781	82599	255132	261080	81218
	细纱	17670	17740	4046	19409	17471	4039
无碱玻璃纤维制品	毡类	50490	68618	7807	48824	68398	7698
	短切纤维类	38930	47212	18965	40288	46646	18737
	方格布类	6360	7507	1946	6291	7403	1918
	其他	16490	25884	22578	15781	24762	22137
合计		392950	431742	137941	385725	425760	135747

资料来源：公司提供。

表 4 公司生产线运营情况

生产线所属公司	生产线	设计产能	实际产能	投产时间	2014 年原丝产量	2015 年 1-3 月原丝产量	目前状况	2015 年预计产量	2016 年预计产量
泰山玻纤新区	F02 线	90000	95750	2013.10	97111	25549	正常生产	97820	97820
泰山玻纤新区	T02 线	10000	10360	2014.9	4548	3106	正常生产	10585	10585
泰山玻纤新区	F01 线	90000	84800	2015.2		21203	正常生产	77857	83300
泰山玻纤新区	T01 线	20000	14030				15 年 4 月底点火	12696	18000
泰山玻纤泰安	一线	15000	10900	2014.2	6902	2635	正常生产	11378	12000
泰山玻纤泰安	二线	35000	30300	2009.8	30854	8159	正常生产	31025	31025
泰山玻纤泰安	三线	45000	42070	2010.7	43040	11503	正常生产	43070	43070
泰山玻纤泰安	五线						停窑		
泰山玻纤泰安	六线						停窑		
泰山玻纤泰安	七线	60000	56000	2007.9	56023	13985	正常生产	38730	30086
泰山玻纤泰安	八线				1071		停窑		
泰山玻纤泰安	九线	40000	38860	2008.1	39251	10487	正常生产	39785	37000
泰山玻纤泰安	特纤窑						停窑		
泰山玻纤邹城公司	一线	16000	16470	2010.9	17646	4610	正常生产	17447	17447
泰山玻纤邹城公司	二线	18000	16470	2005.4	17458	4610	正常生产	17447	停窑
泰山玻纤邹城公司	三线	60000	45170	2008.6	61165	16999	正常生产	20417	37000
泰山玻纤邹城公司	四线	60000	63860	2010.3	63592	17356	正常生产	65700	65700

泰山玻纤邹城公司	五线						15年10月 点火	3200	41700
合计		559000	525040		438661	140202		487157	524733

资料来源：公司提供

4. 产品销售

表5 公司产品销售情况

分产品		产销率(%)			单价(万元/吨)		
		2013年	2014年	2015年1-3月	2013年	2014年	2015年1-3月
无碱玻璃纤维纱	粗纱	111.39	112	84	5240.77	5807.56	5810
	细纱	104.94	100	85	9877.07	11319.73	11726
无碱玻璃纤维制品	毡类	104.73	101	80	7943.85	7379.19	8581
	短切纤维类	103.34	105	80	6403.16	5890.98	6492
	方格布类	112.36	110	81	7000.96	6312.08	7044
合计		102.26	104	82	6290.02	6503.08	6733

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6 公司产品出口情况统计

项目	2013年	2014年	2015年1-3月
总出口数量(万吨)	145976	161749	40470
总出口销售额(亿元)	9.08	10.73	2.81
出口量/总销量(%)	37.01	37.40	37.43

资料来源：根据公司提供资料整理。

产销率方面，由于公司早在2012年就为2013年以来投产的两条八万吨生产线投产提前开拓市场，2013年通过消化库存提高产销率水平，2014年产能释放后，公司产品仍保持较高的产销率水平。2015年一季度，受季节性影响，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，2014年出口销售额占主营业务收入的37.4%，同比上升0.39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，2014年全年在北美市场销售玻璃纤维5.7万吨左右。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。2014年公司正式在欧洲设立了欧洲

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直销力度。

产品价格方面，2014年玻纤市场部分产品价格出现了回升，公司粗纱和细砂产品价格回升较快，其余产品价格继续呈现下降趋势。2015年一季度，产品价格均出现一定回升。

表7 公司产品销售下游行业占比情况

	交通运输	风电	建筑	电子电器	工业管罐	其他
2013	12%	6%	23%	21%	12%	26%
2014	15%	10%	20%	20%	10%	25%

资料来源：公司提供

公司产品销售主要下游行业有交通运输、风电、建筑、电子电器和工业管罐等，2014年交通运输和风电行业销售占比有所提升，与国家战略政策导向关系较大。

总体看，跟踪期内，随着市场的逐步回暖，新区生产线产能逐步释放，公司主要产品产销量和售价提升。得益于公司海外市场拓展，产品出口保持稳定。

5. 未来发展

表 8 截至 2014 年底公司投资规划（亿元）

项 目	项目情况	规划	资金来源规划		投资规划				
			企业自筹	债务融资	2014 年底前已完成	2015 年 1-5 月	2015 年 6-12 月	2016 年	2017 年及以后
邹城年产 5 万吨电子纱生产线	项目在建；项目新增电子级玻璃纤维 5 万吨，预计新增收入 5.9 亿元，利润 1.5 亿元。	12.1	5.3	6.8	0.67	3	3.5	5	
新区 2*10 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线（3#、4#）	拟建项目；项目新增玻璃纤维及制品 20 万吨，年新增销售收入 12.2 亿元，利润 2.2 亿元，	25.06	12.32	12.74	0	0	3	15	7.06
5 万吨高强纤维生产线	拟建项目；项目新增高强纤维 5 万吨，年新增销售收入 4.8 亿元，利润 0.5 亿元，	6	2	4	0	0	0	2	4
新区 4 万吨耐碱纤维生产线	拟建项目；项目新增耐碱纤维 4 万吨，年可实现销售收入 4.5 亿元，利润 0.4 亿元，	5	1.5	3.5	0	0	0	0	5
邹城 3#年产 9 万吨无碱玻璃纤维生产线技术改造项目	拟建项目；项目新增玻璃纤维 9 万吨，年可实现销售收入 4.9 亿元，利润 1.1 亿元，	3.5	1	2.5	0	0	0	3.5	
邹城 4#年产 9 万吨无碱玻璃纤维生产线技术改造项目	拟建项目；项目新增玻璃纤维 9 万吨，年可实现销售收入 4.9 亿元，利润 1.1 亿元，	3.5	1	2.5	0	0	0	0	3.5
邹城公司二期电子布生产线	拟建项目；项目新增电子布 6700 万米，年可实现销售收入 3 亿元，利润 0.2 亿元，	4.5	1.5	3					4.5
合计		59.66	24.62	35.04	0.67	3.00	6.50	25.50	24.06

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，公司在建及拟建工程项目尚需投资 58.99 亿元，未来投资高峰期将集中于 2016 年和 2017 年。公司拟建项目将根据市场需求及自身资金情况进行调整。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 2015 年公司原丝产量将达 48.72 万吨，2016 年原丝产量将达 52.47 万吨。

未来公司将向高附加值产品延伸，随着对产品的结构调整和升级、新投产生产线对劳动生产率的提升和生产成本的降低等，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、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。

九、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）青岛分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。合并范围内，2014 年合并范围无变动，公司财务数据较上年可比性较强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额

91.46 亿元，所有者权益 28.06 亿元（含少数股东权益 1.94 亿元）；2014 年公司实现营业收入 30.78 亿元，利润总额 0.98 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 99.59 亿元，所有者权益为 28.55 亿元（含少数股东权益 1.99 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.99 亿元，利润总额 0.51 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，玻纤行业景气度有所恢复，部分产品价格企稳回升。2014 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 44.28 万吨，同比增长 12.55%；实现营业收入 30.78 亿元，同比增长 17.85%。2014 年，公司营业利润率为 25.71%，同比上升 4.89 个百分点，主要得益于产品价格上升以及新区第一条生产线对生产成本降低作用所致。

2015 年一季度公司实现营业收入 7.99 亿元，同比增长 22.55%；同时，新区第二条生产线产品成本优势得以体现，公司营业利润率进一步上升至 27.66%。

期间费用方面，2014 年，公司期间费用占营业收入比重为 22.60%，同比下降 1.86 个百分点，低于营业利润率。公司期间费用控制能力同比有所增强，仍有待提升。

2014 年，公司实现营业外收入 0.15 亿元，同比下降 85.24%，主要为政府补助（占 68.40%），其中主要为泰安市财政局扶持企业发展资金等。

从盈利指标看，2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.49%和 3.27%，同比分别上升 0.90 和 3.15 个百分点。

总体看，2014 年受行业景气度有所恢复、部分产品价格回升影响，公司营业利润率水平上升；公司期间费用控制能力有所提升，综合因素影响下，2014 年公司营业利润同比扭亏为盈。随着公司落后产能置换后，生产效率提高，2015 年一季度营业利润率进一步回升，但整体盈利能力仍较低

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014 年公司经营活动现金流入量为 25.08 亿元，同比增长 28.45%，其中公司销售商品、接受劳务收到的现金为 23.60 亿元，同比增长 28.77%。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.57 亿元，同比增长 183.89%。2014 年，公司现金收入比为 76.65%，同比有所回升，但公司收入实现质量仍较差。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，2014 年公司投资活动现金流出为 3.94 亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，同比下降 35.77%；同期投资活动产生现金流量净额为-3.93 亿元。公司 2014 年筹资活动前产生现金流量净额为 2.64 亿元。

从筹资活动来看，2014 年，公司筹资活动现金流入量为 44.74 亿元，主要为取得借款收到的现金、吸收投资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 2.90 亿元主要为银行承兑汇票贴现和国内信用证贴现；支付的其他与筹资活动有关的现金 5.78 亿元，主要为应付票据到期付款。2014 年公司筹资活动现金流出量为 47.20 亿元，主要是偿还债务支付的现金。2014 年公司筹资产生的现金流为净流出 2.46 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入为 4.81 亿元，经营活动现金流出 5.60 亿元，经营活动现金流量净额为-0.79 亿元；同期，公司投资活动现金净流出 0.52 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.44 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金的能力有所增强，公司投资支出规模有所下降；未来资本性投资规模较大，未来或将存在一定的融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额为 91.46 亿元，较 2013 年底增长 5.77%；其中流动资产占 24.44%，非流动资产占 75.56%，公司资产构成上以非流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产 22.35 亿元，同比下降 3.72%，主要是由于货币资金和预付款项下降所致。截至 2014 年底，公司货币资金为 3.72 亿元，同比下降 9.53%，其中其他货币资金由信用证和银行承兑汇票保证金构成；公司应收票据 2014 年底为 4.51 亿元，同比下降 6%，公司应收票据由银行承兑汇票（占 87.05%）和商业承兑汇票（占 12.95%）构成，2014 年底已用于质押的应收票据 0.79 亿元，已经背书给他方但尚未到期的票据 5 亿元；公司应收账款为 6.99 亿元，同比增长 5.65%，计提坏账准备 0.38 亿元，计提比率为 5.41%，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%），关联方应收账款共计 1.34 亿元；公司预付款项为 1.51 亿元，同比下降 37.54%；公司存货为 5 亿元，同比增长 5.44%，主要是由于原材料增加所致，公司共计提存货跌价准备 281.96 万元（0.56%）。

截至 2014 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 76.52%）、在建工程（占 14.85%）和无形资产（占 7.12%）构成。截至 2014 年底，公司固定资产为 52.88 亿元，同比下降 2.06%；公司在建工程为 10.26 亿元，同比增长 166.20%，主要在建项目有公司在建工程的增加主要为新工业园项目、年产 5 万吨电子级无碱玻璃纤维项目、新区多轴向项目等；公司无形资产为 4.92 亿元，同比增长 11.20%，公司无形资产主要为土地使用权（占 99.34%）。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 99.59 亿元，较 2014 年底增长 8.88%，其中流动资产占 28.92%，非流动资产占 71.08%。流动资产方面，公司货币资金大幅增长 85.50%；应收账款进一步上升，较 2014 年底增长 17.50%，主要是由于公司在 2014 年底集中催收应收账款，以及一季度是传统销售淡季，客户回款率一般较低；存货规模也较 2014 年底增长 31.65%，主要是由于公司子公司购买了价值约 1.1 亿元的贵金属所致。非流动资产较 2014 年底小幅上升 2.42%。

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

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 28.06 亿元（其中少数股东权益 1.94 亿元），同比增长 23.64%。其中，公司实收资本增长 25.53%，主要由于公司 2014 年将 4.94 亿元的资本公积转增为股本；资本公积方面，公司收到政府权益性投资 4.50 亿元，同时减少 4.94 亿元政府权益性投资转增实收资本；公司未分配利润为 0.07 亿元。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 28.55 亿元（其中少数股东权益 1.99 亿元），较 2014 年底增长 1.73%。整体上看，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 63.40 亿元，同比保持稳定，其中流动负债占比 64.01%，非流动负债占比 35.99%。截至 2014 年底，流动负债 40.58 亿元，同比增长 4.77%，其中，公司短期借款 19.97 亿元，同比下降 12.83%，其中以保证借款为主（占 56.68%），信用借款、抵押借款和质押借款分别占 37.06%、3.76%和 0.25%；应付账款 4.26 亿元，主要为应付货款和工程款，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 2014 年底账面余额为 4.52 亿元），此报告分析时将此拆借款计入短期债务。

截至 2014 年底，公司非流动负债 22.82 亿元，同比下降 8.90%，主要为长期借款下降所致。截至 2014 年底，公司长期借款 15.49 亿元，主要为抵押借款（占 16.59%）和保证借款（占 83.12%）。

截至 2014 年底，公司全部有息债务为 56.13 亿元，同比略有增长，其中短期债务占 60.67%，同比上涨 2.61 个百分点，长期债务为 22.07 亿元。公司 2014 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 69.32%、66.67%和 44.03%，公司债务负担较上年有所下降，但短期债务比重进一步上升，公司短期债务负担较重。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计为 71.04 亿元，较 2014 年底增长 12.05%，主要是由于短期借款、应付票据、其他应付款和长期借款增长所致。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 61.24 亿元，较 2014 年底增长 9.12%，短期债务占比下降至 58.47%。截至 2015 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 71.33%、68.21%和 47.12%，债务指标均较 2014 年底有所上升，公司债务负担有所加重。

总体看，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，同时得益于公司经营利润的实现及债务规模的下降，公司债务负担有所减轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 55.08%和 42.77%，均较 2013 年底下滑，分别下降 4.86 和 4.93 个百分点。2015 年 3 月底分别为 64.30%和 49.62%。公司经营现金流负债比在 2014 年为 16.19%，同比增加 10.22 个百分点。2014 年公司剔除受限资金后的现金类资产为 7.40 亿元，对短期债务的保障倍数为 0.22 倍，同比略有下降。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，2014 年，公司 EBITDA 为 9.37 亿元，同比增长 36.17%；EBITDA 利息倍数为 3.03 倍，全部债务/EBITDA 为 5.99 倍，均较 2013 年有所增强。但公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信 48.60 亿元，尚未使用 4.90 亿元，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：NO.B201507200088871474），截至 2015 年 7 月 20 日，除有一笔已结清的关注类贷款外¹，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。

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。

十、存续债券偿还能力

截至 2015 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”），将于一年内到期。2014 年底和 2015 年 3 月底公司现金类资产分别为 8.23 亿元²和 10.78 亿元，分别为存续期债券的 1.25 倍和 1.63 倍。公司 2012～2014 年经营活动现金流入量三年均值和 2014 年值分别对存续期债券的 3.37 倍和 3.80 倍。公司 2012～2014 年经营活动现金流净额三年均

¹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。

²其中，使用受限的现金类资产为 8368.14 万元。

值和 2014 年值分别对存续期债券的 0.66 倍和 1.00 倍。公司经营活动现金流入量和现金类资产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 2015 年 3 月底，中材股份熟料和水泥年生产能力分别为 8674 万吨和 11226 万吨，混凝土产能 3610 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，2012~2014 年水泥产量分别为 6322 万吨、7466 万吨和 7576 万吨，区域市场控制力进一步加强。2014 年中材股份共销售水泥及熟料分别为 7565 万吨和 875 万吨；水泥制造板块共实现营业收入 231.48 亿元，在营业总收入中占比为

41.87%。2015 年一季度，中材股份共销售水泥 864 万吨、熟料 213 万吨。

价格方面，2014 年全国水泥平均价格基本与上年持平，但总体呈下行趋势。2014 年 12 月底，全国 P.O42.5 水泥价格降至 329 元/吨。从产品售价看，2014 年水泥下游需求不振，水泥平均售价为 246 元/吨，同比下降 7.52%。

新材料业务板块

2014 年中材股份新材料板块（包括玻纤制品）实现营业收入 80.90 亿元，占中材股份营业总收入的 14.63%。

中材股份新材料产业主要包括玻璃纤维和高新材料两部分。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。

2014 年中材股份合计玻纤产量 47.90 万吨，同比小幅增长 11.27%。2014 年中材股份玻纤产品销量 49.83 万吨，玻纤产品销售价格小幅上升 2.79%，销售均价为 6448 元/吨。

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。

表 9 中材股份主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	194.94	16.42	207.98	14.12	237.45	11.51	42.91	11.84
水泥制造	203.04	20.00	241.52	24.25	231.46	24.52	22.09	13.54
新材料	58.20	22.27	66.05	22.29	80.90	24.49	14.70	23.38
主营业务收入	456.18	18.76	515.56	19.91	549.83	18.90	79.70	14.67
营业总收入	461.53	19.00	520.81	19.93	552.88	18.89	93.74	14.88

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，受益于新材料板块产销量增加以及水泥技术装备及工程服务板块收入规模稳步增长，中材股份实现营业总收入达 552.88 亿元，同比增长 6.16%；2015 年一季度，中材股份实现营业总收入 93.74 亿元，同比增长

0.70%。

营业毛利率方面，2014 年中材股份营业毛利率为 18.89%，同比有所下降主要是由于水泥技术装备与工程服务板块毛利率下降所致。2015 年一季度营业毛利率进一步下降至 14.88%主要是由于水泥价格下滑导致水泥板块

毛利率下降所致。

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。2014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 14.70%，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。

2014年，中材股份经营性业务利润为 19.34 亿元，占利润总额比重为 93.57%。非经常损益方面，中材股份资产减值损失为 -10.24 亿元，主要系下属子公司从事钢贸业务因客户资金紧张无法按期支付货款计提坏账准备所致；营业外损益为 11.57 亿元，主要系政府补助，包括中材股份下属高科技企业及研究机构获得的税收返还和政府奖励资金。在上述因素共同影响下，完成利润总额 20.67 亿元，与 2013 年变化不大。2015 年一季度受季节性因素影响，中材股份利润总额为 -2.70 亿元，其中经营性业务利润 -3.62 亿元。

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。

表 10 中材股份财务概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	150.42	138.01	172.39	164.98
资产总额(亿元)	861.28	930.97	989.50	1015.73
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	269.44	278.63	307.25	309.94
短期债务(亿元)	174.63	197.27	260.64	258.09
全部债务(亿元)	345.28	362.79	396.73	399.67
营业收入(亿元)	461.53	520.81	552.88	93.74
利润总额(亿元)	20.70	21.87	20.67	-2.70
EBITDA(亿元)	66.27	73.48	78.34	--
经营性净现金流(亿元)	27.24	29.40	62.18	-4.50
营业利润率(%)	18.13	19.93	18.20	14.36
净资产收益率(%)	5.78	5.19	4.36	--
资产负债率(%)	68.72	70.07	68.95	69.49

全部债务资本化比率(%)	56.78	56.56	56.36	56.32
流动比率(%)	88.93	83.30	81.42	82.51
全部债务/EBITDA(倍)	5.34	4.94	5.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.32	3.53	3.64	--
经营现金流动负债比(%)	6.79	6.36	12.01	--

注：2015 年一季度未经审计。

现金流方面，中材股份加强了现金管理力度，回款情况良好，同时减少了应付票据及账款的支付比例。此外，当年中材股份获得了较大规模的政府补助。受益于上述因素，2014 年中材股份获现能力增强，经营活动净现金流为 62.18 亿元，同比增加 111.50%。2015 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 -4.50 亿元。

投资活动现金流方面，近年来中材股份下属各子公司通过并购整合以及新建生产线等方式，产能规模快速提升。但 2012 年以来，中材股份根据市场状况，适度放缓了投资速度。2014 年和 2015 年一季度投资活动产生的净现金流出分别为 19.05 亿元和 5.29 亿元。

筹资活动现金流方面，2014 年中材股份保持了良好的获现水平，同时资本支出规模有所上升，当年筹资活动净现金流为 -14.37 亿元。

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。2014 年底中材股份总资产 989.50 亿元，同比增长 6.29%。同时通过经营积累，中材股份资本实力不断加强，2014 年底所有者权益为 307.25 亿元，同比增长 10.27%，主要是下属子公司收到的国有资本预算金使得资本公积增加 13.91 亿元。2015 年 3 月底，中材股份总资产进一步上涨至 1015.73 亿元，其中所有者权益 309.94 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，中材股份债务水平有所增加。2014 年底中材股份全部债务规模为 396.73 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。2014 年底，中材股份资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.95% 和 56.36%。2015 年 3 月底中材股份总债务规模进一步增长至 399.67 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 69.49% 和 56.32%。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，2014 年中材股份收入规模继续扩大，中材股份 EBITDA 小幅上升至 78.34 亿元，对债务本息的覆盖能力与去年基本保持一致。2014 年中材股份全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.06 倍和 3.64 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 2015 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 167 亿元人民币及 5000 万美元，其中已使用的银行授信额度为 9 亿元人民币和 1500 万美元，尚未使用的额度为 158 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。

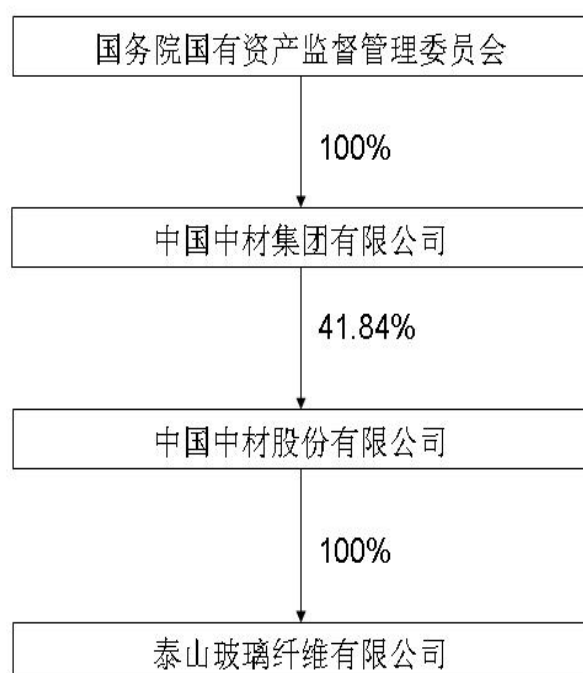
截至 2014 年底，中材股份现金类资产 172.39 亿元，为“11 泰玻 MTN1”本金的 26.12 倍；2014 年中材股份的经营性现金流入量和经

营性净现金流“11 泰玻 MTN1”本金的 78.00 倍和 9.42 倍。中材股份的现金类资产和经营性现金流对“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。

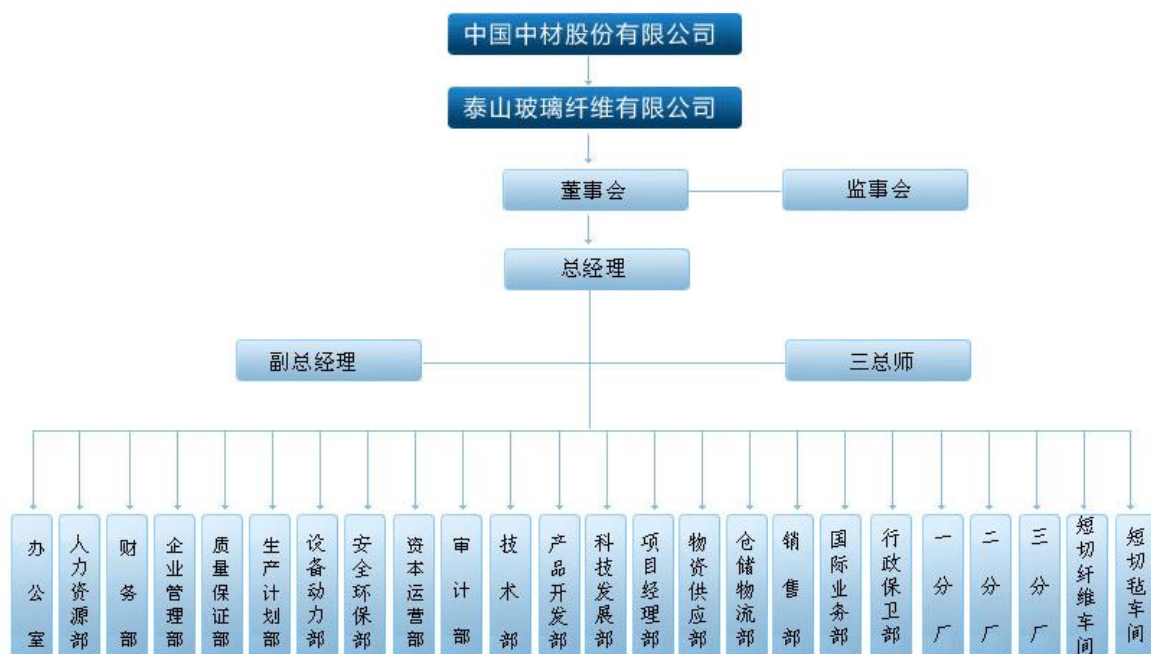
十二、结论

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.23	8.91	8.23	10.78
资产总额(亿元)	85.98	86.48	91.46	99.59
所有者权益(亿元)	22.61	22.70	28.06	28.55
短期债务(亿元)	31.23	32.57	34.05	35.81
长期债务(亿元)	25.16	23.53	22.07	25.43
全部债务(亿元)	56.39	56.09	56.13	61.24
营业收入(亿元)	25.50	26.12	30.78	7.99
利润总额(亿元)	1.42	0.17	0.98	0.51
EBITDA(亿元)	7.25	6.88	9.37	--
经营性净现金流(亿元)	1.73	2.31	6.57	-0.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.60	2.51	2.78	--
存货周转次数(次)	3.54	3.97	4.64	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.30	0.35	--
现金收入比(%)	71.42	70.15	76.65	58.68
营业利润率(%)	21.44	20.82	25.71	27.66
总资本收益率(%)	4.91	3.59	4.49	--
净资产收益率(%)	5.85	0.12	3.27	--
长期债务资本化比率(%)	52.67	50.90	44.03	47.12
全部债务资本化比率(%)	71.38	71.19	66.67	68.21
资产负债率(%)	73.71	73.75	69.32	71.33
流动比率(%)	79.62	59.94	55.08	64.30
速动比率(%)	64.40	47.70	42.77	49.62
经营现金流动负债比(%)	4.72	5.97	16.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.55	2.18	3.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.78	8.15	5.99	--

注：公司 2015 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。