

江苏长海复合材料股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【672】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

江苏长海复合材料股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
长海转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到江苏长海复合材料股份有限公司（以下简称“公司”或“长海股份”，股票代码：300196.SZ）是国内玻纤行业主要生产企业之一，2024 年新建产能释放，仍保持了较好的现金流生成能力以及较低的杠杆率水平；同时中证鹏元也关注到跟踪期内玻纤行业仍持续下行，公司主要产品盈利水平有所下滑，新增较大规模的产能，需加大业务拓展消化产能。

评级日期

2025 年 06 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	73.44	71.20	63.14	55.69
归母所有者权益	47.07	46.30	44.65	42.50
总债务	16.47	15.09	12.89	7.65
营业收入	7.63	26.62	26.07	30.17
净利润	0.82	2.74	2.95	8.16
经营活动现金流净额	-0.54	4.48	7.19	5.62
净债务/EBITDA	--	-0.48	-1.16	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	11.32	14.83	37.95
总债务/总资本	25.95%	24.61%	22.43%	15.28%
FFO/净债务	--	-204.76%	-78.39%	-81.11%
EBITDA 利润率	--	19.13%	21.06%	29.55%
总资产回报率	--	5.21%	6.28%	16.66%
速动比率	1.80	1.87	3.13	3.71
现金短期债务比	2.50	2.97	4.77	14.08
销售毛利率	22.59%	22.72%	24.51%	33.38%
资产负债率	36.00%	35.07%	29.38%	23.77%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，均系净债务为负所致。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：范思艺
fansy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 公司是国内玻纤行业主要生产企业之一，产品种类较为齐全，为细分领域龙头企业，2024 年新建产能释放，公司收入稳步增长。公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，2024 年产能在全国位居前列，拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链，为短切毡及湿法薄毡细分领域龙头。2024 年，公司 60 万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目一期的第一条 15 万吨生产线以及常州天马集团有限公司（原建材二五三厂，以下简称“天马集团”）将原有的一条年产 3 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线升级改造为一条年产 8 万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物生产线（以下简称“3 万吨改 8 万吨池窑拉丝生产线升级改造项目”）均已完工投产，公司产能得以提升，收入稳步增长。
- 公司毛利率虽受行业因素影响有所下滑，但仍保持了较好的现金流生成能力以及较低的杠杆率水平。2024 年，玻纤产品价格持续处于低位，公司毛利率同比出现下滑，但 2024 年公司销售回款仍较顺畅，经营活动现金流净额仍保持较大规模净流入态势，此外，公司财务杠杆水平较低，净债务持续为负，现金短期债务比处于较高水平，偿债指标表现较好。

关注

- 玻纤行业仍持续下行，需关注对公司后续业绩的影响。2024 年，玻纤纱产量延续低速增长态势，产品价格仍处于低位，规模以上玻璃纤维及制品制造企业（不含玻璃纤维增强复合材料制品企业）利润总额约为 61 亿元，同比下降 38.0%，降幅仍较大。
- 公司主要产品盈利水平有所下滑。2024 年，玻纤产品价格仍处于低位，且新建产能投产后，公司产品结构有所变化，部分订单毛利较低，公司玻璃纤维及制品销售毛利率同比出现下滑。
- 公司新增产能规模较大，需加大业务拓展消化产能。2024 年，公司 60 万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目一期的第一条 15 万吨生产线以及 3 万吨改 8 万吨池窑拉丝生产线升级改造项目均已完工投产，考虑到玻纤产品价格仍处低位，产品盈利水平仍有下滑，且玻纤行业供给相对充分，公司需加大业务拓展消化产能。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内玻纤行业的主要生产企业之一，产品具有一定竞争力，预计公司经营及财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、%）

指标	中国巨石	中材科技	山东玻纤	公司
总资产	533.78	598.65	71.38	71.20
营业收入	158.56	239.84	20.06	26.62
净利润	25.29	11.24	-0.99	2.74
销售毛利率	25.03	17.02	8.11	22.72
资产负债率	41.08	55.34	63.18	35.07

注：以上各指标均为 2024 年（末）数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
-----------	-----

工商企业通用信用评级方法和模型

cspy_ffmx_2023V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
长海转债	5.50	5.4974	2024-6-25	2026-12-22

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于10万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线。本期债券募集资金已使用完毕，公司已于2022年2月注销募集资金专项账户。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人未发生变更，公司第一大股东仍为杨鹏威，其和杨国文为一致行动人（杨国文与杨鹏威系父子关系），截至2025年3月末，二者合计持有公司52.28%股权，为公司控股股东及实际控制人。

组织架构及人员方面，根据公司2025年4月修订的最新章程，公司不再设置监事会，董事会设置审计委员会，行使《公司法》规定的监事会的职权；2025年5月，根据《江苏长海复合材料股份有限公司关于公司董事会完成换届选举及聘任高级管理人员、证券事务代表、审计部经理的公告》，公司第五届监事会监事张中先生、尹林先生、杭鹤先生、蒋明伟先生、辛其先生任期届满不再担任公司监事，周元龙先生、邵漂萍女士、戚稽兴先生不再担任公司副总经理，由费伟炳先生继续担任公司副总经理，邵俊先生担任公司职工代表董事。

截至2025年6月19日收盘，长海股份股价为11.54元，“长海转债”最新转股价为15.44元，转股溢价为51.29%。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，

设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

玻璃纤维制品行业市场集中度较高，存在一定进入壁垒，2024年玻纤纱产量延续低速增长态势，产品价格仍处于低位，规模以上玻璃纤维及制品制造企业（不含玻璃纤维增强复合材料制品企业）利润总额同比降幅仍较大

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，能够替代钢、铝、木材、水泥、PVC等多种传统材料，我国已成为世界玻纤产能第一大国，玻纤行业企业集中度较高，寡头垄断格局初步形成，根据智研咨询数据，截至2024年底，中国巨石、泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）、国际复材、山东玻纤、长海股份、邢台金牛产能市占率合计约81%。因其专业化和规模生产的特点，导致进入门槛较高，同时国家政策对进入条件的限制以及下游对品牌的重视，使大型玻纤企业在市场竞争中优势愈发明显，新兴企业进入难度较大。

玻纤下游应用领域广泛，广泛应用于建筑与基础设施建设、轨道交通、汽车、电子电器、环保等产业。建筑业是玻纤应用最传统也是需求最大的领域，主要包括基建和房地产两大部分，2024年以来房地产行业仍处于筑底阶段，对玻纤需求有所冲击，2025年1-3月房地产新建商品房销售面积、房地产开发投资分别同比下降3.0%和9.9%，未改下降趋势。基建方面，2024年我国基础设施投资增速为4.4%，增速较上年回落3.84个百分点。据中国汽车工业协会统计，2024年我国汽车产销量再创新高，继续保持在3,000万辆以上规模；其中新能源汽车继续快速增长，年产销首次突破1,000万辆，销量占比超过40%；汽车出口再上新台阶，全年出口585.9万辆，同比增长19.3%，国内整车配件上的复合材料应用比例较国外仍低较多，在汽车轻量化发展趋势下，可为车用玻纤复合材料需求提供需求空间，玻纤复合材料也应用于飞机、船舶等交通工具的制造。

出口方面，2024年我国玻璃纤维及制品出口总量首度突破200万吨，达到202.2万吨，同比增长12.5%；出口金额27.9亿美元，同比增长4.9%，其中，出口占比最高的为玻璃纤维无捻粗纱，2024年出口总量达到74.8万吨，同比增长4.3%。根据中国玻璃纤维工业协会数据，2025年一季度，我国玻璃纤维及制品出口量为48.55万吨，同比下降3.9%，出口金额为6.92亿美元，同比上升0.4%。

图 1 2024 年玻纤纱产量延续低速增长态势

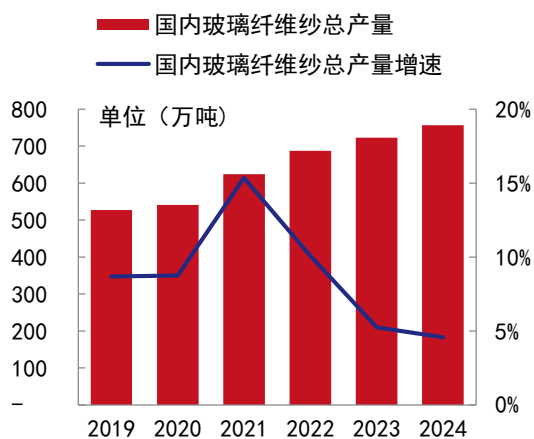
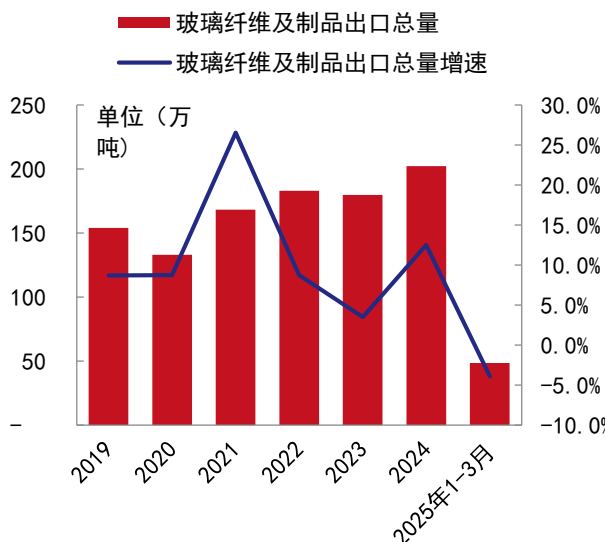


图 2 2024 年玻璃纤维及制品出口量保持增长，增速有所提升



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中证鹏元整理

2024 年全行业在产业链前端玻纤纱环节积极开展产能调控和产品结构优化，部分企业也实施了小幅度恢复性提价，但行业内产品价格仍处于低位。根据中国玻璃纤维工业协会数据，2024 年我国玻璃纤维纱总产量 756 万吨，同比增长 4.6%，与 2023 年相比增速回落 0.6 个百分点，连续两年保持低速增长。池窑方面，2024 年我国池窑纱总产量达到 726 万吨，同比增长 5.7%，2024 年有 9 条玻璃纤维池窑生产线实施关停或冷修，同期有 10 条玻璃纤维池窑新建或冷修项目建成投产，全行业深度实施产能调控和产品结构优化，行业整体在产产能规模保持温和增长，主流产品种类也日趋多元化。截止到 2024 年末，国内玻璃纤维池窑在产总产能约为 735 万吨。2024 年部分企业也实施了小幅度恢复性提价，但行业内产品价格仍处于低位。2024 年，规模以上玻璃纤维及制品制造企业（不含玻璃纤维增强复合材料制品企业）主营业务收入同比降低 0.5%，利润总额约为 61 亿元，同比下降 38.0%。

四、经营与竞争

公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，产能居全国前列，具有一定的品牌认知度，为短切毡及湿法薄毡等细分领域龙头企业。2024 年，玻纤产品价格持续处于低位，此外新建产能投产后，公司产品结构有所变化，部分订单毛利较低，玻璃纤维及制品收入同比小幅增加，毛利率同比出现下滑；此外，公司积极调整化工制品产品结构、提升高毛利产品比重，2024 年公司化工制品销售收入及业务毛利率较上年有所增长。随着新建产能投产，2025 年一季度公司实现营业收入 7.63 亿元，同比增加 31.35%，销售毛利率为 22.59%，较上年同期提升 1.04 个百分点。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
玻璃纤维及制品	19.69	73.98%	24.00%	19.08	73.19%	27.70%
化工制品	6.48	24.33%	19.50%	6.39	24.51%	15.16%
玻璃钢制品	0.45	1.69%	13.39%	0.60	2.30%	22.70%
合计	26.62	100.00%	22.72%	26.07	100.00%	24.51%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司玻璃纤维及制品产销量较上年均有所提升，但受玻纤产品价格仍处低位以及低毛利产品收入占比提升影响，当期该业务销售毛利率有所下滑，新建产能的释放为公司业务扩张提供了支撑，同时未来需加大业务拓展消化产能；受年内不饱和聚酯树脂市场需求偏弱影响，公司化工制品产销量较上年均小幅减少

公司是国内玻纤制品及玻纤复合材料的主要生产企业之一，产能居全国前列，具有一定的品牌认知度，但产能规模相比行业龙头中国巨石、泰山玻纤及国际复材仍有差距。公司拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链，为短切毡及湿法薄毡等细分领域龙头。玻纤及其制品在各大国民经济领域得到广泛应用；短切毡主要应用于汽车顶棚和玻璃钢，在国内车顶毡市场的占有率超50%；涂层毡用于建筑建材等领域。经过多年积累，公司形成了近300人的研发团队，2024年公司研发投入1.33亿元，同比增长0.70%。

公司玻璃纤维纱采用连续生产方式、玻纤制品采用以销定产为主的生产模式，根据订单、库存，结合生产能力进行生产。2024年，公司60万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目一期的第一条15万吨生产线以及3万吨改8万吨池窑拉丝生产线升级改造项目均已完工投产，公司玻璃纤维纱年产能达到30.88万吨，较2023年小幅提升，新建产能的释放为公司业务扩张提供了支撑，同时未来需加大业务拓展消化产能。

2024年，玻纤行业价格持续低位运行，公司玻纤产品的毛利率同比出现下滑，当期销售毛利率为22.72%，同比下降1.79个百分点；新建产能投产后，公司产品结构有所变化，部分订单毛利较低，玻璃纤维及制品产销量较上年均有所提升，仍维持较高的产能利用率及产销率，全年玻纤产品销量同比实现增长10.06%，当期实现营业收入26.62亿元，同比增长2.10%。

表2 2023-2024 年公司玻璃纤维及制品产销情况

项目	2024 年	2023 年
产能（万吨）	30.88	29.00
产量（万吨）	30.87	27.19
销量（万吨）	30.11	27.36
产销率	97.54%	100.63%
库存（万吨）	2.82	2.06

注：1、公司披露的产能为按照当年投产时间计算的公司玻璃纤维纱生产能力；2、公司产品产能、产量、销量、库存等数据均已经过四舍五入，下同。3、截至 2024 年末，公司玻璃纤维及制品在产产能为 41 万吨。

资料来源：公司提供

目前公司在建项目为60万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目，计划总投资63.47亿元，该项目共分两期建设，每期建设产能均为30万吨，各建2座15万吨的池窑，截至2024年末，该项目一期的第一条15万吨生产线已完工投产，项目已投资额达13.46亿元，目前通过自有资金及银行贷款投资建设，该项目其他生产线将根据市场需求逐步投建；3万吨改8万吨池窑拉丝生产线升级改造项目总投资5.99亿元，2024年该项目已建成投产；截至2024年末，公司玻纤在产产能合计41万吨，公司产能扩充较大，需关注未来产能消化情况。

公司化工制品业务主要由子公司天马集团负责，天马集团生产的化工辅料是公司各类玻纤制品的重要原料，具体产品包括不饱和和聚酯树脂、玻纤粘结剂等。2024年公司化工制品产能较上年保持稳定，但受终端房地产及基建行业需求缩减影响，年内不饱和聚酯树脂市场需求偏弱，公司化工制品产量及销量较上年均小幅减少。

表3 2023-2024 年公司化工制品产销情况

项目	2024 年	2023 年
产能（万吨/年）	17.00	17.00
产量（万吨）	7.17	7.80
产能利用率	42.20%	45.88%
销量（万吨）	7.11	7.86
产销率	99.17%	100.74%
库存（万吨）	0.40	0.34

注：上表中为合并口径对外销售的数据，未考虑内部销售部分。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户较为分散，国外销售占有一定比重，公司采购集中度尚可，玻璃纤维及制品的成本结构较稳定，需关注原料价格波动对公司化工制品盈利的影响

公司内销产品采用直销为主，经销为辅的销售模式。近年公司主要客户较为稳定，但客户整体较为分散，2024年前五大主要客户销售收入合计2.78亿元，占公司营业收入的比重为10.45%，其中第一大客户占营业收入的比重为2.61%。

从销售区域来看，近年出口占公司营业收入的一定比例，公司海外销售区域较为广泛，涉及欧洲、美国、东南亚、中东等地。2024年公司国外销售收入同比减少1.81%，公司出口业务主要结算货币为美元，2024年公司产生汇兑损失168.21万元，需关注未来人民币对美元的汇率波动对公司汇兑损益产生影响。

表4 2023-2024 年公司营业收入分区域构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
国内	20.22	75.97%	19.55	75.01%
国外	6.40	24.03%	6.52	24.99%

合计	26.62	100.00%	26.07	100.00%
----	-------	---------	-------	---------

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司向前五大供应商采购金额合计9.04亿元，占采购总额的比重为28.07%，其中向第一大供应商采购占比为7.83%，公司玻璃纤维及制品所需材料主要为叶腊石、石英砂、石灰石等矿物以及纯碱、硼酸等化工原料，化工制品的原材料主要为乙烯类单体等，原材料供应较为通畅，采购集中度尚可。

从玻璃纤维及制品的成本构成来看，公司玻璃纤维及制品的成本仍以材料、动力能源及人工工资为主，2024年各类成本占比相对稳定。

表5 2023-2024 年公司玻璃纤维及制品的成本构成情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
材料	68,647.71	45.87%	61,895.82	44.87%
人工工资	19,791.00	13.22%	16,917.60	12.26%
折旧	14,202.44	9.49%	13,211.15	9.58%
动力能源	35,812.16	23.93%	35,995.34	26.09%
运输费用	5,030.10	3.36%	4,380.73	3.18%
其他	6,177.32	4.13%	5,539.17	4.02%
合计	149,660.73	100.00%	137,939.81	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司化工产品的主要成本为直接材料，占比超过90%。不饱和聚酯树脂原材料主要包括乙烯类单体、二元醇、饱和二元酸（酐）、不饱和二元酸（酐）等。2024年，主要原材料苯乙烯价格整体表现为上半年呈震荡上行趋势，5月底处于全年高位，下半年表现为震荡回落，为减少不饱和聚酯树脂市场需求偏弱对公司业务的影响，公司对化工产品销售结构进行了调整，积极拓展毛利率较高的精细化工产品以及合成化工产品的销量，以保证盈利水平，2024年公司化工制品销售毛利率较2023年有所提高，但近年化工制品的原材料价格波动较大，需关注后续原材料价格波动对公司化工制品盈利的影响。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司现金类资产相对充裕；新建产能释放，公司营业收入呈增长态势，但考虑到玻纤产品价格仍处低位，产品盈利水平仍有下滑，且玻纤行业供给相对充分，公司需加大业务拓展消化产能；公司经营活动现金表现仍较好，债务规模虽有所增加，但财务杠杆水平仍较低，净债务仍为负，偿债压力整体不大

资本实力与资产质量

得益于公司经营利润的积累，2025年3月末公司所有者权益规模较2023年末小幅增长，同时，公司融资规模亦有所增加，但财务杠杆水平仍较低。资产构成方面，公司生产经营的厂房建设及购置设备投入规模较大，且生产中涉及铂、铑等贵金属铸造的成型器，从而形成大规模的固定资产，系公司最主要的资产，2024年末公司固定资产主要包括铂、铑/玻纤成型器13.62亿元、专用设备16.06亿元、房屋及建筑物7.66亿元，其中铂、铑/玻纤成型器可提炼为铂金、铑粉后对外出售，具备流动性，随着60万吨池窑基地项目一期第一条15万吨生产线、3万吨改8万吨池窑拉丝生产线升级改造项目完工转入固定资产，2024年末公司固定资产规模有所增加，在建工程账面价值同比有所下降。随着公司业务扩张，跟踪期内应收账款和存货规模持续增加，应收账款账龄仍集中在1年以内，占比接近90%。公司货币资金主要系定期存款，受限比例较低，且公司还购买部分理财产品，现金类资产相对充裕。

图 3 公司资本结构

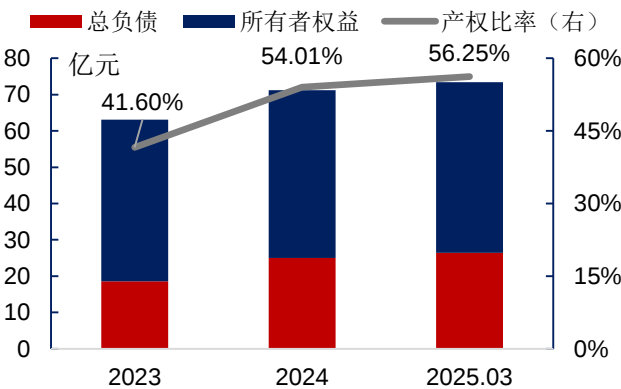
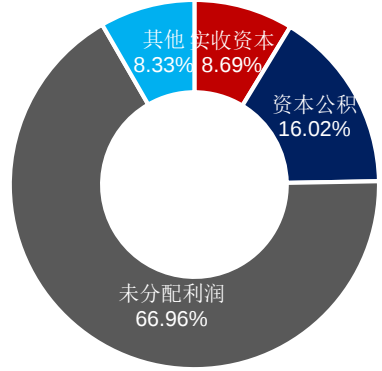


图 4 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

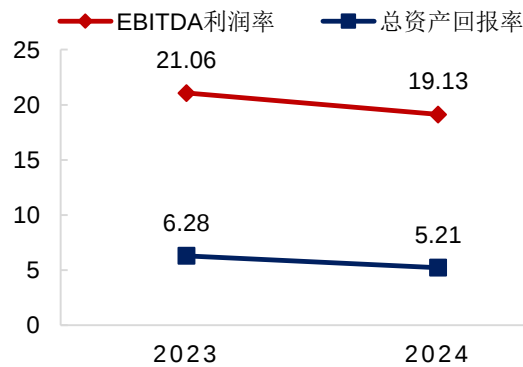
项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.64	17.21%	13.77	19.34%	13.88	21.99%
交易性金融资产	1.79	2.44%	0.23	0.32%	2.86	4.54%
应收账款	7.02	9.55%	5.50	7.72%	4.17	6.61%
应收款项融资	4.61	6.28%	4.05	5.68%	2.95	4.68%
存货	2.95	4.01%	2.70	3.79%	2.62	4.15%
流动资产合计	29.78	40.54%	27.30	38.33%	28.10	44.51%
固定资产	37.18	50.63%	37.46	52.61%	25.49	40.37%
在建工程	1.30	1.78%	1.19	1.67%	4.74	7.51%
无形资产	3.97	5.40%	4.00	5.61%	4.11	6.50%
非流动资产合计	43.67	59.46%	43.91	61.67%	35.04	55.49%
资产总计	73.44	100.00%	71.20	100.00%	63.14	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，玻璃纤维及制品仍为公司核心收入来源，2024年，玻纤产品价格持续处于低位，公司玻璃纤维及制品销售毛利率同比下降3.70个百分点，受此影响，公司同期销售毛利率有所下降，利润总额及EBITDA利润率同比亦有所下滑；随着经营扩张，2024年公司经营性债务有所增加、利润有所积累，公司总资产规模有所增长，总资产回报率有所下降。公司新增产能于2024年陆续投产并进行产能爬坡，为公司业务扩张提供产能支撑，2025年一季度公司实现营业收入7.63亿元，同比增长31.36%，同时玻纤行业供给相对充分，公司需加大业务拓展消化产能。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务由银行借款、应付债券及应付票据构成，规模相对不大，以长期债务为主，且应付债券存在转股的可能，公司偿债压力尚可。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.98	7.47%	0.20	0.80%	0.37	2.00%
应付票据	3.58	13.54%	4.00	16.03%	2.12	11.42%
应付账款	5.28	19.95%	5.75	23.03%	2.73	14.70%
一年内到期的非流动负债	2.11	7.98%	1.93	7.71%	1.68	9.06%
流动负债合计	14.88	56.30%	13.18	52.79%	8.14	43.86%
长期借款	3.56	13.45%	3.78	15.13%	3.70	19.96%
应付债券	5.25	19.86%	5.19	20.77%	5.02	27.07%
非流动负债合计	11.55	43.70%	11.79	47.21%	10.41	56.14%
负债合计	26.44	100.00%	24.97	100.00%	18.55	100.00%
总债务	16.47	62.29%	15.09	60.45%	12.89	69.52%

其中：短期债务	7.66	46.54%	6.13	40.61%	4.17	32.35%
长期债务	8.80	53.46%	8.96	59.39%	8.72	67.65%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2024年公司经营活动现金仍呈较大规模净流入态势，但金额同比有所下降，主要系销售承兑回款减少所致，财务杠杆方面，2025年3月末，公司资产负债率仍处于较低水平，叠加现金类资产相对充裕，公司净债务持续为负，使得净债务/EBITDA、FFO/净债务均为负。总体来看，公司各项杠杆指标表现较好，偿债压力可控。

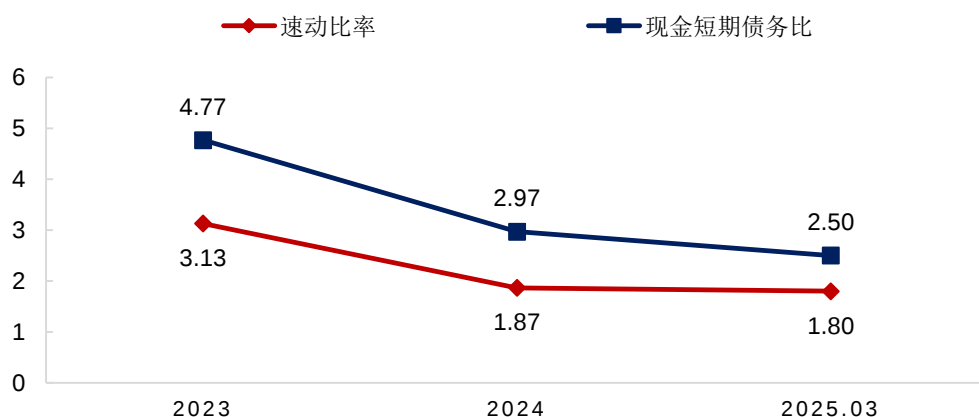
表8 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.54	4.48	7.19
FFO（亿元）	--	5.01	4.98
资产负债率	36.00%	35.07%	29.38%
净债务/EBITDA	--	-0.48	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	11.32	14.83
总债务/总资本	25.95%	24.61%	22.43%
FFO/净债务	--	-204.76%	-78.39%
经营活动现金流净额/净债务	21.50%	-182.95%	-113.26%
自由现金流/净债务	55.66%	74.18%	-5.35%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着融资规模增加及业务开展，公司短期债务呈增长趋势，受此影响，公司速动比率及现金短期债务比均呈下降趋势，但仍处于较高水平，现金类资产对短期债务的保障程度较好。根据公司提供的数据，截至2025年3月末，公司未使用的银行授信额度为仍较充裕（包括35.73亿元人民币及0.14亿美元，主要系流动贷款和票据），且公司固定资产中铂铑贵金属规模较大，可对外出售变现，均可为公司提供一定流动支持。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月8日），公司本部及重要子公司天马集团、常州市新长海玻纤有限公司均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息均无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月3日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

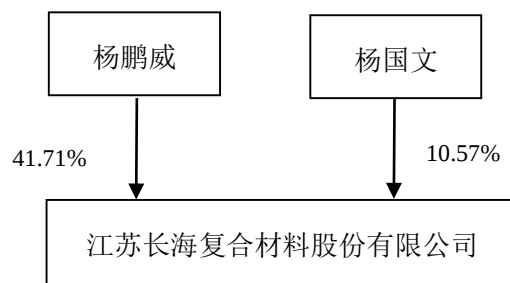
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	12.64	13.77	13.88	10.52
交易性金融资产	1.79	0.23	2.86	1.38
应收账款	7.02	5.50	4.17	4.38
应收款项融资	4.61	4.05	2.95	4.92
存货	2.95	2.70	2.62	2.47
流动资产合计	29.78	27.30	28.10	25.16
固定资产	37.18	37.46	25.49	25.48
在建工程	1.30	1.19	4.74	0.37
无形资产	3.97	4.00	4.11	3.09
非流动资产合计	43.67	43.91	35.04	30.53
资产总计	73.44	71.20	63.14	55.69
短期借款	1.98	0.20	0.37	0.00
应付票据	3.58	4.00	2.12	1.19
应付账款	5.28	5.75	2.73	3.51
一年内到期的非流动负债	2.11	1.93	1.68	0.01
流动负债合计	14.88	13.18	8.14	6.12
长期借款	3.56	3.78	3.70	1.60
应付债券	5.25	5.19	5.02	4.84
非流动负债合计	11.55	11.79	10.41	7.12
负债合计	26.44	24.97	18.55	13.24
总债务	16.47	15.09	12.89	7.65
其中：短期债务	7.66	6.13	4.17	1.20
长期债务	8.80	8.96	8.72	6.45
所有者权益	47.01	46.23	44.59	42.45
营业收入	7.63	26.62	26.07	30.17
营业利润	0.90	3.07	3.38	8.32
净利润	0.82	2.74	2.95	8.16
经营活动产生的现金流量净额	-0.54	4.48	7.19	5.62
投资活动产生的现金流量净额	-2.41	-3.62	-7.75	-4.75
筹资活动产生的现金流量净额	1.66	-1.24	3.08	0.94
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	5.09	5.49	8.92
FFO（亿元）	--	5.01	4.98	7.01
净债务（亿元）	-2.51	-2.45	-6.35	-8.65
销售毛利率	22.59%	22.72%	24.51%	33.38%
EBITDA 利润率	--	19.13%	21.06%	29.55%

总资产回报率	--	5.21%	6.28%	16.66%
资产负债率	36.00%	35.07%	29.38%	23.77%
净债务/EBITDA	--	-0.48	-1.16	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	11.32	14.83	37.95
总债务/总资本	25.95%	24.61%	22.43%	15.28%
FFO/净债务	--	-204.76%	-78.39%	-81.11%
经营活动现金流净额/净债务	21.50%	-182.95%	-113.26%	-64.94%
自由现金流/净债务	55.66%	74.18%	-5.35%	25.96%
速动比率	1.80	1.87	3.13	3.71
现金短期债务比	2.50	2.97	4.77	14.08

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录三 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

附录四 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
常州天马集团有限公司（原建材二五三厂）	21,300	100.00%	化工原料、玻纤原料的销售；玻璃钢及原辅材料的检测、技术培训及咨询服务等
常州市新长海玻纤有限公司	5,599.94	100.00%	玻璃纤维及制品制造；玻璃纤维及制品销售
常州常菱玻璃钢有限公司	1,000	100.00%	非金属矿及制品销售；通用设备制造（不含特种设备制造）等
常州海克莱化学有限公司	1,000	100.00%	化工产品销售（不含许可类化工产品）；货物进出口等
常州海诚复合材料有限公司	996	100.00%	玻璃纤维及制品销售；玻璃纤维增强塑料制品销售等
常州南海船艇科技有限公司	3,000	66.9%	非金属船舶及玻璃钢制品的研发、设计、生产、技术咨询、技术转让及技术服务等
常州天马复合材料检测技术有限公司	300	100.00%	质检技术服务

资料来源：公司 2024 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号