



中国玻纤股份有限公司 2012 年度公司债券跟踪评级报告

大公报 SD【2013】082 号

跟踪评级

公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: 稳定

上次评级

公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: 稳定

本期发债额度: 12 亿元

上次评级时间: 2012.06

债券存续期间: 2012.10.17 - 2019.10.17 (附第 5 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权)

主要财务数据和指标

(人民币亿元)

项 目	2012	2011	2010
总资产	185.12	159.48	156.39
所有者权益	38.13	34.90	30.41
营业收入	51.03	50.38	47.65
利润总额	3.72	5.51	5.08
经营性净现金流	11.29	12.71	7.84
资产负债率 (%)	79.40	78.11	80.56
债务资本比率 (%)	77.71	76.76	76.50
毛利率 (%)	33.68	35.89	31.05
总资产报酬率 (%)	5.77	7.51	6.50
净资产收益率 (%)	7.44	13.04	14.56
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.60	1.96	1.54
经营性净现金流/总负债 (%)	8.31	10.14	6.61

评级小组负责人: 郑孝君

评级小组成员: 钱晓玉 薛祯

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

中国玻纤股份有限公司 (以下简称“中国玻纤”或“公司”) 主要从事玻璃纤维纱及其制品的生产和销售。评级结果反映了公司玻璃纤维产能仍居全球领先、拥有多项自主知识产权的高端产品、形成了全球化的生产和销售网络等有利因素,同时也反映了公司利润水平易受宏观经济影响、资产负债率较高等不利因素。

综合分析,大公对公司 2012 年度公司债券信用等级维持 AA+, 主体信用等级维持 AA+, 评级展望维持稳定。

有利因素

- 国家培育新材料行业的发展规划及玻璃纤维行业新准入标准,有利于加强行业内大型企业的主导地位;
- 公司仍是全球主要的玻璃纤维生产商之一,其产能居于世界领先地位,规模优势显著;
- 公司拥有多项自主知识产权的玻璃纤维高端产品,研发实力较强,新产品研发持续性较强;
- 公司已形成全球化的生产和销售网络,有利于降低生产成本、规避贸易壁垒;
- 公司通过自建和收购方式向上游原材料产业延伸,随着原燃料自给率提高,成本控制压力将有所缓解。

不利因素

- 玻璃纤维行业具有高能耗、高投入特点,行业整体上面临原材料和能源成本控制压力;
- 2012 年,受宏观经济影响,产品价格下跌,且生产成本和费用增加,公司利润水平有所下降;
- 公司海外市场占销售总额的 40%左右,进口国的贸易、汇率和产业政策会对公司经营产生一定影响;
- 公司处于产业布局期,负债规模波动增长,资产负债率和有息债务规模继续上升。

大公国际资信评估有限公司
二〇一三年四月十五日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有、或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据中国玻纤 2012 年度公司债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

中国玻纤前身为中国化学建材股份有限公司，成立于 1998 年 8 月 31 日，由中国建筑材料集团有限公司（原名中国新型建筑材料（集团）公司）、振石控股集团有限公司（原名浙江桐乡振石股份有限公司）、江苏永联集团公司和中国建材股份有限公司（原名中国建筑材料及设备进出口公司）四家公司募集设立。1999 年 4 月，公司在上海证券交易所上市挂牌交易，股票名称和代码为中国玻纤（600176）。截至 2012 年末，公司注册资本 8.73 亿元¹，中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”，香港上市股票代码：3323）持有公司 32.79% 的股份，为公司第一大股东，公司实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司主营玻璃纤维及其制品的生产和销售，兼营高新建材生产加工和流通。截至 2012 年末，公司拥有 1 家全资子公司巨石集团有限公司（以下简称“巨石集团”）和 1 家控股子公司北新科技发展有限公司（以下简称“北新科技”），持股比例为 97.22%。公司玻璃纤维纱及其制品的设计产能为 93.50 万吨/年，居国内首位、全球领先。巨石集团是公司玻璃纤维及其制品的经营主体，2011 年再次被认定为浙江省高新技术企业，继续享受 10% 的所得税优惠。2012 年，在由中国建筑材料企业管理协会主办的“2012 年中国建材企业 500 强”和“2012 年中国建材最具成长性企业 100 强”评选中，分别位列第 58 名和第 62 名。

宏观经济和政策环境

2013 年一季度中国经济增长低于预期，短期复苏态势暂时放缓；除维持积极财政政策和稳健货币政策外，经济结构性调整措施的重要性愈加凸显

2013 年一季度中国实现国内生产总值 118,855 亿元，较 2012 年第四季度下降 0.1%，低于市场预期，经济短期复苏态势暂时放缓。一季度，基础设施及房地产开发投资同比分别增长 26.9% 和 20.2%，尽管国家出台多项房地产调控政策，但一季度全国商品房销售同比仍增长

¹ 2012 年 4 月 27 日，经 2011 年度股东大会审议通过，公司以总股本 58,175.3 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.38 元（含税），同时转增 5 股，以资本公积转增资本 29,087.65 万股。转增后，公司股本总数增至 87,262.95 万股。上述股本实收情况经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审验，并出具了编号为天职京 QJ【2012】T1 号的验资报告。



61.3%；工业投资同比增长17.4%，同比增速回落6.5%，制造业投资增长乏力；社会消费品零售总额同比增长12.4%，增速同比回落2.4%。综合来看，经济增长动力仍主要源自基础设施建设和房地产，消费和投资对增长贡献的回落是一季度中国经济增速放缓的主要原因。

国际方面，全球经济复苏延续了2012年以来不确定性局面。2013年一季度，美国经济缓慢复苏，但3月份制造业和服务业PMI分别放缓至51.3%和54.4%，温和扩张趋势和未来政策空间均有所显现，但同时财政风险仍然存在。欧元区方面，3月PMI终值为46.8，制造业PMI均低于50%的枯荣线；基于2013欧元区经济继续负增长和新兴经济体增速略有反弹但整体放缓给世界经济复苏带来的不确定性，IMF近期将2013年全球经济增速预期自3.5%下调至3.3%。

面对全球宏观经济形势的不确定性，中国政府除将继续维持积极财政和稳健货币政策外，更强调经济结构性调整的重要性。一季度中国公共财政收入增长6.9%，地方财政收入同比增长13.7%，各地方政府初步制定的固定资产投资计划体现了通过投资稳定经济增长的目标。同期，M2增速回升至15.7%，主要是新增贷款和外汇占款增长；社会总融资6.16万亿元，融资规模放量增长；服务业贡献GDP比重47.8%，增长贡献超过制造业，结构调整效果有所显现。

短期内虽然较低通胀水平赋予了政府一定的政策调整余地，但国内公共和私营经济部门债务水平的增长及投资回报率的下降同时也限制了投资拉动短期增长政策的空间和有效性。综合来看，2013年中国经济需继续着力于短期增长和长期发展均衡，短期低增长和通过结构性调整换取长期可持续增长成为必要手段。

行业及区域经济环境

2011年四季度以来，玻璃纤维行业需求下滑，由于行业集中度较高，协同限产使得供需关系趋于改善，但仍面临原燃料成本控制压力；新行业准入政策的颁布有利于加强行业内大型企业的主导地位

2011年四季度以来，受欧债危机加剧、世界经济复苏缓慢等因素影响，玻璃纤维企业库存增加，全行业产量增长率下降到10%以下（2004年以来，除2009年受经济危机影响，年均增长率在20%~45%）。2012年，全行业主营业务收入为1,060.4亿元，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%，在经济不景气的局面下，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，从4月开始，月度平均增长率维持在3.00%（2012年一季度为11.00%），全年玻璃纤维产量为288万吨；出口方面，进出口总量趋于平稳，2012年玻璃纤维纱及制品出口金额为19.47亿美元，同比降低0.67%，实现贸易顺差10.35亿美元。

玻璃纤维制造业集中度较高，全球80%以上的产能由六家公司占



据，国外主要有欧文斯科宁-维托特克斯公司（以下简称“OCV”）、PPG工业公司（以下简称“PPG”）和Johns Manville公司（以下简称“JM”），国内主要是中国玻纤、重庆国际复合材料有限公司（以下简称“重庆国际”）和泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”），三家产能合计约占国内总产能的70%。从国际竞争格局看，国外生产商的产能扩张基本停止，高端产品市场占有率较高，但是生产成本较高的劣势也较为明显。2010年以来，欧盟、土耳其和印度等国，纷纷对我国玻璃纤维制造业实施反倾销调查，我国玻璃纤维产品的竞争优势被削弱。但是深加工产品和特种性能的产品价格较为稳定。

从成本控制角度，玻璃纤维行业对叶腊石资源依赖较强，初始资金投入大，一万吨产能大约需要投入资金1.3~1.5个亿，窑炉需要连续作业，人员成本投入较大。同时，天然气和电力是玻璃纤维生产的重要能源，约占其生产成本的30%。2011年以来，普通工业用电月零售平均价格维持在0.76元/千瓦时左右。在天然气方面，2010年以来，价格维持在2.50~3.20元/立方米之间。随着《天然气“十二五”规划》正式公布，天然气定价趋于市场化，价格将继续上调。玻璃纤维行业仍然整体上面临一定原材料和能源成本控制压力。

2010年以来，国家从政策导向、财政补贴、信贷支持多个方面加大对新材料产业的扶持力度。2011年末，工信部编制的《新材料产业“十二五”发展规划》预计到2015年，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。此外，为有效遏制玻璃纤维行业低水平重复建设，2012年，国家工信部颁布实施了新的《玻璃纤维行业准入条件》，全面提高行业准入门槛，预计到“十二五”末，池窑拉丝生产线产能将占据全国产能的95%（目前池窑拉丝生产线占比为87.46%）。

总体看来，玻璃纤维作为国家鼓励发展的高性能复合材料将在国家政策规划的引导下进入发展的黄金期。大型玻璃纤维企业抗经济周期的能力较强，新的行业政策有利于强化现有的寡头竞争格局。

经营与竞争

公司仍以玻璃纤维纱及其制品的生产与销售为主营业务；2012年，公司营业收入实现小幅增长，但是受成本上涨和费用增加等因素影响，毛利润和毛利率同比均有所下降

玻璃纤维纱及其制品仍是公司收入和利润的主要来源。2012年，公司实现营业收入51.03亿元，同比增长1.28%，其中玻璃纤维纱及其制品业务的收入为49.16亿元，同比增长2.16%，占营业收入的比重为96.33%；毛利润为17.18亿元，同比减少4.97%；毛利率为33.68%，同比下降2.21个百分点，主要是产品价格下跌，而生产成本增加所致。

表 1 2010~2012 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

产品	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	51.03	100.00	50.38	100.00	47.65	100.00
玻璃纤维纱及其制品	49.16	96.33	48.12	95.50	46.26	97.08
其他	1.87	3.67	2.27	4.50	1.39	2.92
毛利润	17.18	100.00	18.08	100.00	14.80	100.00
玻璃纤维纱及其制品	16.30	94.88	16.80	92.91	14.15	95.62
其他	0.88	5.12	1.28	7.09	0.65	4.38
综合毛利率	33.68		35.89		31.05	
玻璃纤维纱及其制品	33.17		34.92		30.58	
其他	46.93		56.54		46.55	

数据来源：根据公司提供资料整理

综上所述，2012年以来，受行业需求下降影响，公司盈利水平同比出现小幅下降，但营业收入实现增长，因此公司的生产规模优势和成本控制优势使其具备一定抗经济波动的能力。

公司仍是全球主要的玻璃纤维生产商之一，继续保持规模优势和技术优势；公司不断开发新型产品，行业领先地位较为稳固

公司仍是全球主要的玻璃纤维生产商之一，截至2012年末，公司玻璃纤维纱及其制品的设计产能为93.50万吨/年，居国内首位、世界领先，其中自主研发与建设的12万吨无碱玻璃纤维池窑生产线仍为全球最大单体池窑生产线。公司吨纱能耗处于行业较低水平，2012年12月通过国家环境保护部门第二轮清洁生产专家组审核，在2012年度未发生任何重大环境问题，各生产基地的排放均100%达标。

表 2 截至 2012 年末公司生产基地及产能情况

生产基地	主要产品	生产线数量（条）	设计产能
桐乡基地	无碱玻璃纤维纱	6	61.50 万吨/年
成都基地	无碱、中碱玻璃纤维纱	3	14 万吨/年
九江基地	无碱玻璃纤维纱	3	17 万吨/年
巨石攀登电子基材有限公司	电子纱	—	1 万吨/年
	电子布	—	5,000 万平方米/年

资料来源：根据公司提供资料整理

公司研发实力较强，建有博士后科研工作站、国家CNAS（中国合格评定国家认可委员会）认证检测中心、浙江省玻璃纤维研究重点实验室等国家、省级研究机构，2012年巨石集团技术中心获批为国家级企业技术中心，技术能力和硬件设施装备水平已达国际领先水平。目前公司已拥有“无碱、中碱池窑拉丝生产线全套技术”、“玻璃纤维废



丝池窑拉丝生产线全套技术”等多项自主知识产权的核心技术。2012年，公司新增专利授权40项。截至2012年末，公司累计获得专利授权197项，其中发明专利25项，实用新型专利172项。

公司通过持续的技术创新和产品开发，为占领更多的细分市场打下基础。2012年，公司继2011年研制出Vipro高性能玻璃纤维后，新研发的复合纤维、阻燃玻璃纤维、高性能拉挤用纱和石油高压管用纱等项目均取得了进展，其中复合纤维已进入批量稳定生产阶段，使公司成为具有独立知识产权并实现大规模生产的主要复合纤维制造商之一；阻燃玻璃纤维是公司全球首创的增强阻燃工程塑料产品，在保持阻燃性能的同时减少阻燃剂用量，从而降低成本，提升环保指标；高性能拉挤用纱定位于高等拉挤成型领域直接纱，剪切强度比常规用纱高30%以上，是公司未来主要产品之一；新推出的石油高压管用纱通过了世界著名高压管道生产商Ameron全面认证，进入世界高端管道领域。

综合来看，公司仍为全球最大的玻璃纤维制造商之一，具有较强的自主研发实力，其产能优势和成本优势明显，随着公司高附加值的产品比例提高，将进一步巩固其行业领军者地位。

由于玻璃纤维行业的生产特点，公司面临一定的成本控制压力；2012年，公司向上游原材料产业延伸，并建立了多元化的天然气保障体系，随着原燃料自给能力的提高，成本控制优势将日趋明显

公司主要原燃料包括玻璃原料和能源，其中玻璃原料以叶腊石和石灰石为主；能源主要是天然气和电力。2012年，公司玻璃纤维产品的生产成本为32.85亿元，同比上涨4.91%，主要是公司所在地区平均工资同比上涨10%以上，导致人工成本上涨所致。

表3 2010~2012年公司玻璃纤维纱产品的主要成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
玻璃原辅料	9.39	28.58	10.02	32.00	9.58	29.83
燃料能源	10.80	32.88	10.69	34.13	9.84	30.64
其中：天然气	3.74	11.38	3.85	12.31	3.35	10.45
电力	5.28	16.08	4.83	15.42	4.62	14.38
人工成本及其他	12.66	38.54	10.61	33.87	12.70	39.53
合计	32.85	100.00	31.32	100.00	32.11	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

由于玻璃纤维制造业对于铂/铑贵金属、玻璃石料和能源的刚性需求，导致公司议价能力有限，面临一定的成本控制压力。公司通过巨石集团已于2012年6月收购桐乡金石贵金属设备有限公司（以下简称“桐乡金石”）、桐乡磊石微粉有限公司（以下简称“桐乡磊石”）和湖北红嘉高岭土矿业有限公司（以下简称“湖北红嘉”），控制了上游原材料、铂/铑漏板设备的主要供应商。同时，公司建立了多元化的天然



气供应体系，除自建气源站、储罐外，还配有车载备用气源，外部紧急采购协议保证燃气可在2~12小时内运达生产基地。此外，浙江省政府为公司专门开通了德清—嘉兴天然气长输管道桐乡巨石支线，进一步保证了燃气供应。2012年，公司前五大供应商采购金额为12.97亿元，同比增长19.59%，但可控品种叶腊石和天然气采购金额同比分别下降10.06%和2.95%。

综上所述，公司为了克服上游原燃料对生产的约束，通过自建、控股、长期协定等方式向上游延伸，自2012年6月起，部分原燃料自给率提高，未来公司成本控制优势将日趋明显。

公司已形成全球化的销售网络，易受国外经济波动和政策的影响；为减轻经济危机对出口的影响，公司在加强内销力度的同时，积极在海外投资建厂，全球化布局有利于降低生产成本、规避贸易壁垒

公司主要产品已获得挪威船级社（DNV）、英国劳氏船级社（LR）、德国船级社（GL）和美国FDA等认证等多个资格认证，拥有“巨石”为主商标的商标体系，“巨石”商标已在40个主要市场国家和地区提出申请，并已获得23个国家授权，品牌知名度较高。公司已在14个国家和地区成立了海外销售机构，在德国、英国等地设立了独家经销商，已建立起全球化的营销网络。公司内销已基本实现直接供应，出口销售中20%~30%为直销，其余为经销商销售。从国内竞争格局来看，公司在国内产能占比大约为36%，是国内第二、第三大玻璃纤维纱企业重庆国际（20%）和泰山玻纤（16%）两者总和，除具备产能优势外，地处叶腊石资源丰富的江浙地区、交通运输便利、通过海外建厂和设立分支机构形成较为成熟的全球销售网络。

2012年，公司内销收入为28.51亿元，同比增加17.08%；出口销售收入为20.65亿元，同比减少13.13%，主要是受国外经济增速减缓影响，主要出口市场需求下降所致。同时，公司加强国内销售力度，内销占比逐年提高，2012年同比提高7.41个百分点。

表 4 2010~2012 年公司销售区域统计（单位：亿元、%）

区域	2012 年		2011 年		2010 年	
	销售 收入	收入 占比	销售 收入	收入 占比	销售 收入	收入 占比
内销	28.51	58.02	24.35	50.61	22.38	48.38
出口	20.65	41.98	23.77	49.39	23.88	51.62
合计	49.16	100.00	48.12	100.00	46.26	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从销售集中度来看，2012年，公司关联企业振石集团恒石纤维基业有限公司和中建材集团进出口公司仍是主要客户，但销售占比均低于6.00%；公司前五大客户销售金额为6.43亿元，同比减少20.52%。

2012年，受行业需求下滑影响，公司销售价格同比有所下降，但



销量有所上升。在货款结算方面，内销结算 80%采用银行承兑汇票，20%采用现金结算，并且结算时间控制在 3 个月以内，外销结算基本采用电汇方式，正常资金回笼时间基本控制在 3 个月以内，如是海外子公司货款回笼则可延长至 4~5 个月。

表 5 2010~2012 年公司主要产品销量及平均价格情况

产品类别	项目	2012 年	2011 年	2010 年
玻璃纤维纱	产销率 (%)	91.15	86.04	90.99
	销量 (万吨)	79.28	74.65	71.40
	平均销售价格 (元/吨)	5,702	5,894	5,953
玻璃纤维制品	产销率 (%)	98.91	100.14	97.79
	销量 (万吨)	4.73	4.65	4.42
	平均销售价格 (元/吨)	8,352	8,850	8,475

数据来源：根据公司提供资料整理

2010年以来，公司出口到欧盟、印度和土耳其的产品被征收反倾销税，税率分别为13.80%（到期日为2016年3月15日）、18.67%（到期日为2016年1月6日）和23.75%（到期日为2015年12月31日），由于公司出口到印度和土耳其的金额占营业收入的比重均在1%左右，出口变动对公司影响较小；欧盟地区出口金额占公司营业收入在10%左右，但由于当地产能供给有限，且税款由国外进口商承担，因此贸易壁垒对公司出口的影响有限。

通过市场调研，公司将毛利率较高的无碱纱（除无碱增强纱外）和电子纱作为发展重点，在2012年11月对桐乡生产基地6万吨无碱玻璃纤维生产线停产冷修、2013年3月对成都基地6万吨中碱玻璃纤维生产线进行技改，技术改造后公司无碱玻璃纤维产能将提高，两项目预计在2013年底前全部完工。为了有效降低生产成本和规避反倾销税，公司在埃及投建年产8万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线，截至2013年3月末，该项目的生产、生活建筑正在建设中。此外，公司拟投资3.31亿美元在美国投建10万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线，该项目尚在前期准备阶段，预计项目建设期为18个月。

总的来说，公司通过直销和代理销售方式在全球范围内布局销售网络，公司积极拓展国内客户、在海外投资建厂，有助于缓解经济危机和贸易壁垒对出口业务的影响。

公司治理与管理

公司成立于 1998 年 8 月 31 日，前身为中国化学建材股份有限公司。1999 年 4 月，公司在上海证券交易所上市挂牌交易，股票名称和代码为中国玻纤（600176）。截至 2012 年末，公司注册资本 8.73 亿元，中国建材持有公司 32.79%的股份，为公司第一大股东，公司实际控制人是国务院国资委。公司不断完善治理结构，健全内部制度体系，对



董事、监事、经理层贯彻执行法律、行政法规，履行诚信和勤勉的义务等方面做了明确的规定；公司依据法律法规以及上市公司的相关要求健全了管理制度体系，提高了规范化运作水平。

2012年，公司继续面临欧洲债务危机导致欧美市场销售下滑、反倾销及贸易摩擦加剧、劳动力成本提高等困难，公司通过加快营销业务拓展，促进海外市场开拓；通过海外建厂直接进入当地市场，规避贸易保护主义造成的市场风险；通过延伸产业链和技术创新，进一步提高生产效率、降低成本。

公司是全球主要的玻璃纤维纱及制品的生产商之一，年产能位居国内首位，规模优势明显。同时，公司研发实力较强，已掌握多种玻璃纤维池窑拉丝的核心技术，通过向上游原材料产业延伸和建立能源保障体系，加强成本控制力度。公司已形成了全球化的生产网络，“巨石”商标已获得 23 个国家授权，在 14 个国家和地区成立了海外销售机构，直销比例日益提高。2011 年四季度以来，受宏观经济增速减缓影响，公司营业收入虽实现小幅增长，但由于成本和费用上升，利润水平有所下降。由于公司货款回收周期较长，且存在较大的在建项目，故存在一定的资金压力。为了缓解成本压力、规避贸易壁垒，公司一方面积极开发新产品，另一方面在临近需求地投资建厂，有利于满足多样化的市场需求。未来公司高附加值产品比重不断上升，盈利水平将有望提高。综合分析，公司的抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2012 年财务报表。天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2012 年，新纳入公司合并范围的子公司共有 6 家，其中新设立桐乡巨石进出口有限公司、德安县林大石灰石场有限公司和巨石埃及玻璃纤维股份有限公司（以下简称“巨石埃及”），收购桐乡金石、桐乡磊石和湖北红嘉。

资产质量

2012 年以来，公司资产以非流动资产为主，资产规模稳步增长；受宏观经济增速减缓影响，存货周转效率持续下降

2012年末，公司总资产同比增加25.65亿元，其中流动资产和非流动资产均有所增长，主要由于公司合并范围扩大和发行2012年度公司债券所致。

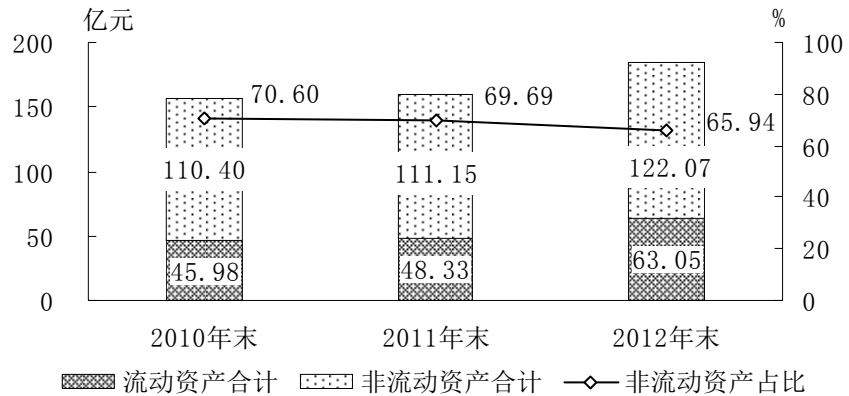


图1 2010~2012年末公司资产构成

公司流动资产主要包括货币资金、存货、应收账款、应收票据和预付款项等。2012年末，公司货币资金为21.21亿元，同比增加45.51%，主要是公司发行12亿元公司债券使银行存款增加所致，货币资金中现金和银行存款占比为83.66%，存在变现有限制款项为3.39亿元；存货为16.91亿元，同比增加11.68%，主要是公司销售备货所致；应收账款为14.61亿元（包括所有权受限款项为0.79亿元），同比增加20.39%，主要由于公司给予客户信用期较长，其中账龄在1年以内的款项占比为83.03%，应收关联方款项占比为2.95%；应收票据主要为银行承兑汇票，余额为6.29亿元（包括已质押票据0.34亿元）同比增加26.19%，主要是合并桐乡磊石所致。

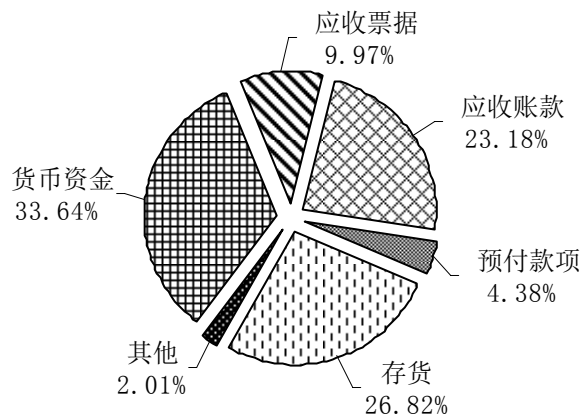


图2 2012年末公司流动资产构成

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，两者合计占非流动资产的比重始终保持在95%以上。2012年末，公司固定资产为99.03亿元，其中铂铑合金漏板为52.63亿元，占全部固定资产的53.14%，其余占比较大的是机器设备和房屋、建筑物，分别为31.64%和14.51%，受限固定资产为42.46亿元，占全部固定资产的42.88%；在建工程同比增长140.48%，原因有二：一是由于公司新设的巨石埃及处于筹建期，



二是由于公司6万吨无碱玻璃纤维生产线到期冷修，由固定资产改建转入所致。

从资产的运转效率来看，2012年，存货周转天数为170.47天，周转天数持续上升，主要是外部经济环境影响所致；应收账款周转天数为94.37天，同比有所增加但仍保持在三个月左右。

资本结构

由于公司处于快速扩张期，且主要通过银行借款筹集资金，使得负债规模波动增长，资产负债率和有息债务规模继续上升

2012年末，公司总负债同比增加22.42亿元，主要是公司及其子公司巨石集团发行债券所致。流动负债占总负债的比重同比有所下降，但仍保持在60%以上。

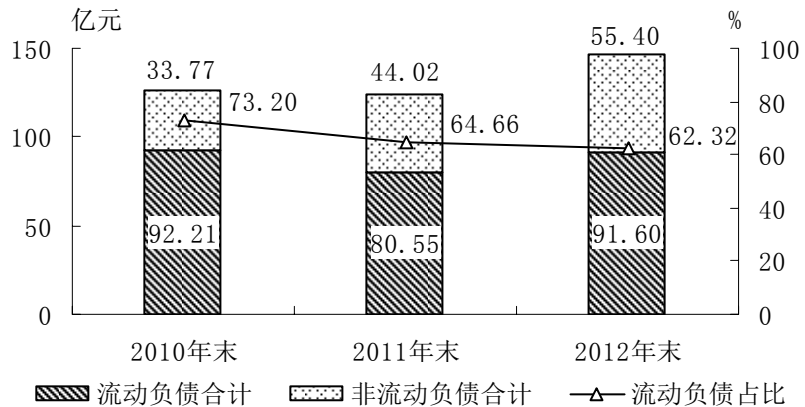


图3 2010~2012年末公司负债构成

公司流动负债以短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他流动负债等为主。2012年末，公司短期借款为54.50亿元，以信用借款和保证借款为主，分别占比为34.95%和40.16%；一年内到期非流动负债为16.38亿元，同比增加26.96%；应付账款为8.38亿元，同比增加61.68%，主要是铂铑合金货款在应付账款中占比较大，该笔款项尚未到支付期；其他流动负债为7.36亿元，为子公司巨石集团2012年发行的短期融资券。

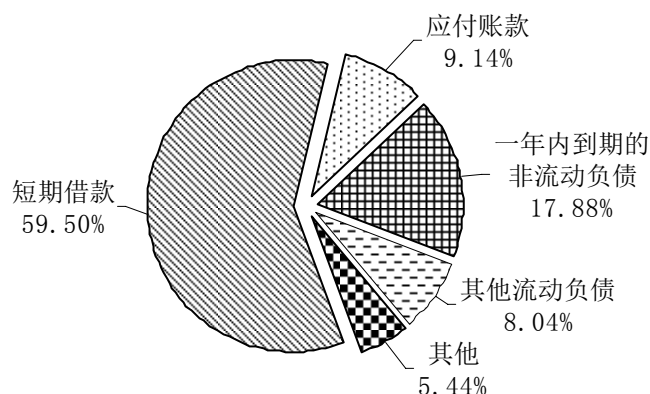


图4 2012年末公司流动负债构成

2012年末，公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款等，其中长期借款和应付债券分别为71.12%和21.48%。2012年末，长期借款为39.39亿元，同比减少5.34%，长期借款中保证借款占比为50.29%；应付债券是公司2012年发行的公司债券，余额为11.90亿元；长期应付款余额为3.87亿元，同比增加62.94%，主要是新增子公司巨石集团融资租赁租金所致。

公司有息债务以长、短期借款为主。2012年末，公司总有息债务继续增加，占总负债比重仍然较高，达到90.43%。

表6 2010~2012年末公司有息债务构成及其占总负债比重（单位：亿元、%）

项目	2012年末		2011年末		2010年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	80.06	54.46	71.28	57.22	65.57	52.05
长期有息债务	52.87	35.97	43.99	35.32	33.44	26.55
总有息债务	132.93	90.43	115.27	92.54	99.01	78.59
总负债	147.00	100.00	124.57	100.00	125.98	100.00

截至2012年末，从公司未来有息债务到期情况看，1年内到期的有息债务占比较大，以短期借款为主，公司还款压力较为集中。

表7 截至2012年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5年	合计
金额	80.06	3.94	15.52	9.32	6.25	17.84	132.93
占比	60.23	2.96	11.68	7.01	4.70	13.42	100.00

2012年末，公司所有者权益为38.13亿元，同比增加9.24%，其中未分配利润为12.76亿元，主要是未分配利润增加所致。

2012年末，公司资产负债率同比略有上升，接近80%，资产负债率较高，原因是公司处于生产布局期，银行借款是主要的资金渠道；流动比率和速动比率略有上升，但资产在短时间内的变现能力仍然有限。



表 8 2010~2012 年末公司财务比率指标（单位：%、倍）

指标	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产负债率	79.40	78.11	80.56
债务资本比率	77.71	76.76	76.66
长期资产适合率	76.61	71.01	58.13
流动比率	0.69	0.60	0.50
速动比率	0.50	0.41	0.38

截至2012年末，公司无对外担保事项。

盈利能力

2012 年，由于国内外经济增长放缓，公司加大内销力度，营业收入同比保持增长，但利润水平仍有所降低

2012年，公司营业收入同比小幅增长，增幅为1.28%，主要是公司加强内销力度，销量增加，但受全球经济增长持续放缓影响，产品价格下跌，而生产成本上升，导致利润总额同比下降32.39%，净利润同比下降37.70%，毛利率同比下降2.21个百分点。

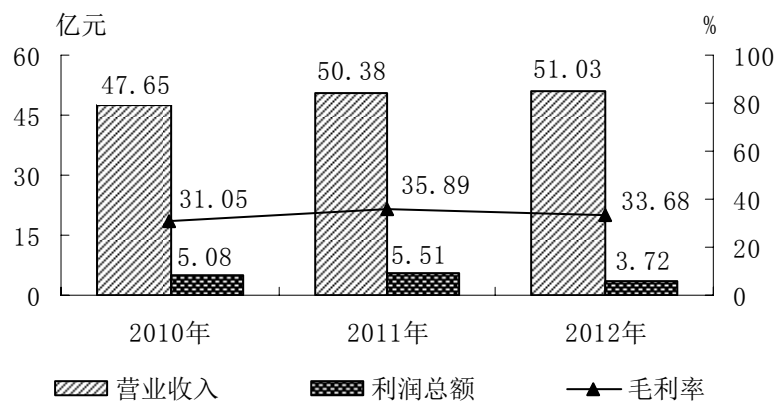


图 5 2010~2012 年公司盈利情况

在费用控制方面，2012年公司销售费用、管理费用和财务费用占营业收入的比重分别为3.42%、9.52%、14.06%，其中销售费用为1.75亿元，同比增加8.68%，主要是销量增加引起运输、包装等费用增加；财务费用为7.17亿元，同比增加11.56%，主要是银行基准利率上调使利息支出增加所致。

从盈利指标来看，2012年公司营业利润率、总资产报酬率和净资产收益率分别为5.92%、5.77%和7.44%，同比分别下降3.80个百分点、1.74个百分点和5.60个百分点，原因是产品价格下跌，而人工成本上升所致。

现金流

2012年，公司经营性净现金流同比有所下降，但仍保持净流入；受海外销售回款周期影响，公司现金回笼率较低

2012年，公司经营性净现金流为11.29亿元，同比减少1.42亿元，主要由于公司延长客户账期导致销售商品收到的现金减少所致；投资性现金流为-13.31亿元，仍然保持净流出，主要是收购子公司所致；筹资性现金流为8.78亿元，同比增加20.62倍，主要是公司发行公司债所致。2012年，公司现金回笼率为71.54%，同比下降5.78个百分点，主要是公司货款较多采用远期票据结算所致。

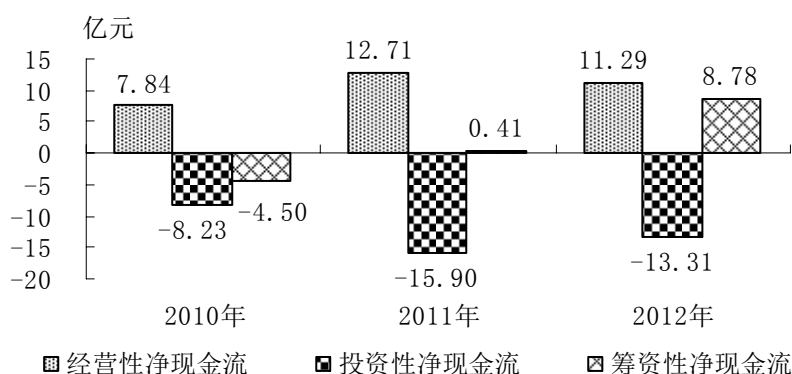


图6 2010~2012年公司现金流情况

2012年，公司经营性净现金对债务的保障能力以及EBIT、EBITDA利息保障倍数均有所下降。

表9 2010~2012年公司经营性净现金流对债务及利息的保障情况 (单位: %、倍)

项目	2012年	2011年	2010年
经营性净现金流/流动负债	13.11	14.71	9.80
经营性净现金流/总负债	8.31	10.14	6.61
经营性净现金流利息保障倍数	1.60	1.96	1.54
EBIT 利息保障倍数	1.51	1.85	2.00
EBITDA 利息保障倍数	2.54	3.07	3.99

截至2012年末，公司在建项目共5个，2012年已投入金额为5.85亿元，未来仍有一定的资金需求。

表 10 截至 2012 年末公司在建项目情况

项目名称	项目金额	2012 年投入金额	累计实际投入金额	项目进度
巨石埃及玻璃纤维股份有限公司建设年产 8 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	22,331 万美元	53,486 万元	53,486 万元	2012 年 1 月开工, 建设中
巨石美国玻璃纤维有限公司年产 10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	33,113 万美元	-	-	尚未开工
巨石集团成都有限公司包装材料车间技改项目	7,990 万元	2,926 万元	2,926 万元	建设中
桐乡基地年产 6 万吨无碱池窑拉丝生产线窑炉冷修技改	13,868 万元	444 万元	444 万元	建设中
巨石集团成都有限公司年产 6 万吨中碱玻璃纤维池窑拉丝生产线改造	59,980 万元	1,690 万元	1,690 万元	尚在建设中, 预计年底完工

综上所述, 2010 年以来, 公司经营性净现金流保持正流入, 2012 年受行业需求下降影响, 公司净利润有所下降, 导致经营性净现金流对债务保障能力有所下降。由于公司在建项目的投资规模较大, 经营性净现金流不足以支持, 公司主要通过银行借款筹措资金。

偿债能力

公司是全球主要的玻璃纤维纱及制品的生产商之一, 具有较强的规模优势, 但由于公司产品出口占比较大, 2012 年受国际经济形势影响, 公司营业收入虽然实现小幅增长, 但由于产品价格下跌, 且生产成本上涨, 导致利润总额和净利润有所下降, 对公司偿债能力产生一定影响。

从资产构成看, 2012 年末, 公司货币资金为 21.21 亿元, 80% 以上为现金和银行存款, 受限货币资金较少; 存货为 16.91 亿元, 主要为库存商品, 受行业需求波动影响存在一定跌价风险。从债务规模看, 公司资产负债率较高, 2012 年末为 79.40%, 且有息债务占总负债比重超过 90%。从现金流看, 2010 年以来, 公司经营性现金流保持净流入, 经营性净现金流对债务和利息的保障能力整体上较稳定。

综合来看, 由于公司技术研发能力较强, 新产品研发持续性较好, 行业领先地位较为突出, 加之外部融资渠道较为通畅, 截至 2012 年末, 公司银行综合授信额度为 158.73 亿元, 已使用额度为 103.90 亿元, 未使用额度为 54.83 亿元, 有效保证了资金流的持续性, 对公司偿债能力形成了有益补充, 因此公司具有很强的债务保障能力。



债务履约情况

截至本报告出具日，除 2012 年度公司债券未到兑付日外，公司无其他债券市场融资工具。

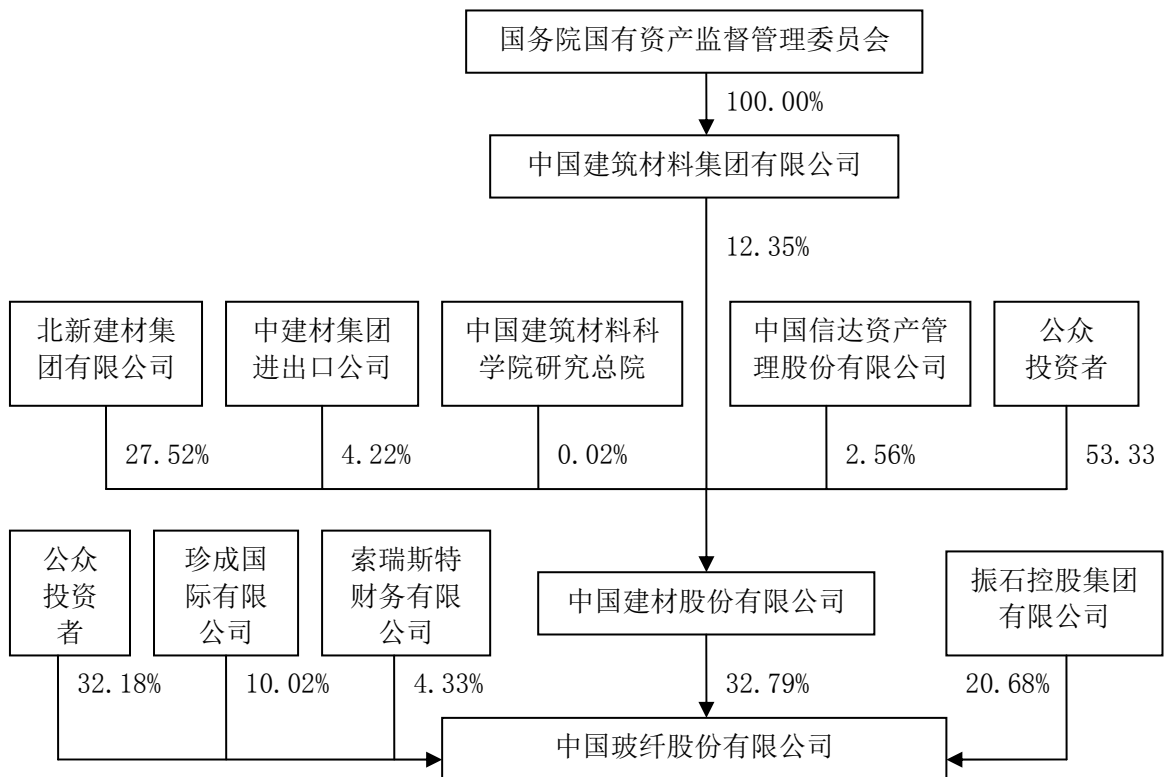
结论

公司作为全球最大的玻璃纤维生产商之一，产能居于世界领先地位；公司具有明显的成本优势，在全球市场上有一定的定价能力。公司研发实力较强，拥有E6、Vipro等多项自主知识产权的高性能玻璃纤维产品。公司已在全球14个国家和地区建立了生产基地和销售网络，形成了全球化布局。同时，玻璃纤维作为复合材料的增强材料应用领域广泛，下游需求前景较好。玻璃纤维产业兼有资源密集、技术密集和劳动力密集型的产业特征，且集中度较高，有利于大型企业增强议价能力，保证盈利水平。

预计未来1~2年随着公司高附加值的产品比例增加，公司收入水平将持续增长，对债务的保障能力将有所增强。综合分析，大公对中国玻纤的评级展望维持稳定。

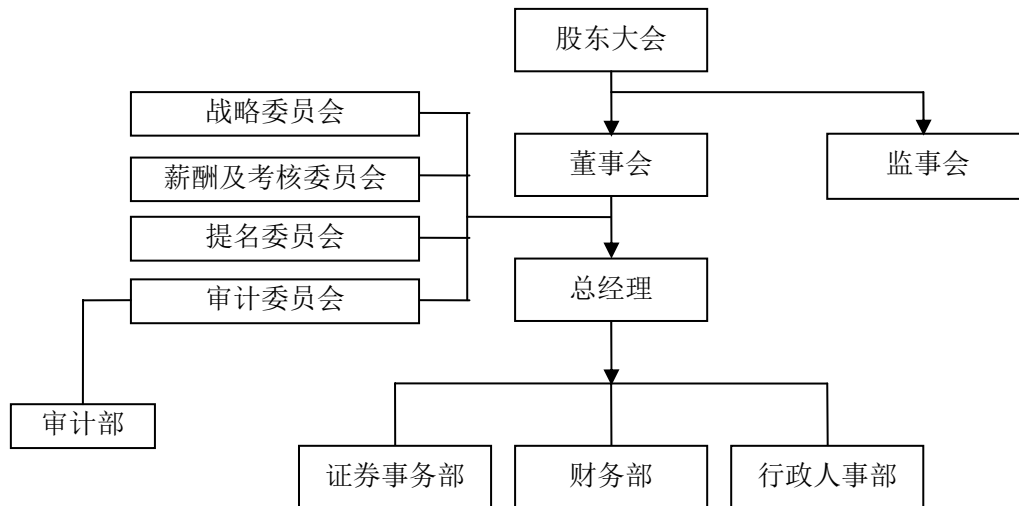


附件 1 截至 2013 年 3 月末中国玻纤股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2013 年 3 月末中国玻纤股份有限公司组织结构图



附件 3 中国玻纤股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2012 年	2011 年	2010 年
资产类			
货币资金	212,094	145,756	160,691
应收票据	62,883	49,831	43,537
应收账款	146,141	121,393	110,967
预付款项	27,637	5,872	17,493
存货	169,115	151,429	112,946
流动资产合计	630,532	483,313	459,845
固定资产	990,343	1,005,694	1,054,964
在建工程	137,111	57,017	4,973
无形资产	32,989	24,589	24,231
商誉	47,251	10,437	1,178
非流动资产合计	1,220,715	1,111,457	1,104,043
总资产	1,851,247	1,594,769	1,563,888
占资产总额比 (%)			
货币资金	11.46	9.14	10.28
应收票据	3.40	3.12	2.78
应收账款	7.89	7.61	7.10
预付款项	1.49	0.37	1.12
存货	9.14	9.50	7.22
流动资产合计	34.06	30.31	29.40
固定资产	53.50	63.06	67.46
在建工程	7.41	3.58	0.32
无形资产	1.78	1.54	1.55
非流动资产合计	65.94	69.69	70.60
负债类			
短期借款	545,013	583,851	476,458
应付账款	83,757	51,805	176,412
一年内到期非流动负债	163,751	128,980	179,236
流动负债合计	916,007	805,542	922,114
长期借款	393,944	416,185	334,419
长期应付款	38,694	23,747	0
应付债券	118,971	0	0
非流动负债合计	553,951	440,180	337,684
负债合计	1,469,958	1,245,722	1,259,798

附件 3 中国玻纤股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2012 年	2011 年	2010 年
占负债总额比 (%)			
短期借款	37.08	46.87	37.82
应付账款	5.70	4.16	14.00
一年内到期的非流动负债	11.14	10.35	14.23
流动负债合计	62.32	64.66	73.20
长期借款	26.80	33.41	26.55
应付债券	8.09	0.00	0.00
非流动负债合计	37.68	35.34	26.80
权益类			
少数股东权益	17,506	4,186	161,858
实收资本（股本）	87,263	58,175	42,739
资本公积	135,965	165,053	6,576
盈余公积	14,658	13,692	12,784
未分配利润	127,570	109,146	80,825
归属于母公司所有者权益	363,783	344,861	142,232
所有者权益合计	381,289	349,048	304,090
损益类			
营业收入	510,308	503,839	476,502
营业成本	338,462	323,012	328,542
销售费用	17,463	16,069	12,132
管理费用	48,566	47,228	42,489
财务费用	71,729	64,298	48,147
营业利润	30,211	48,956	46,384
利润总额	37,244	55,090	50,796
所得税	8,886	9,569	6,506
净利润	28,358	45,521	44,290
归属于母公司所有者的净利润	27,418	29,229	20,596
占营业收入比 (%)			
营业成本	66.32	64.11	68.95
销售费用	3.42	3.19	2.55
管理费用	9.52	9.37	8.92
财务费用	14.06	12.76	10.10
营业利润	5.92	9.72	9.73
利润总额	7.30	10.93	10.66

附件 3 中国玻纤股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2012 年	2011 年	2010 年
占营业收入比（%）			
净利润	5.56	9.03	9.29
归属于母公司所有者的净利润	5.37	5.80	4.32
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	112,884	127,076	78,366
投资活动产生的现金流量净额	-133,094	-159,018	-82,288
筹资活动产生的现金流量净额	87,846	4,063	-45,031
财务指标			
EBIT	106,801	119,805	101,586
EBITDA	179,328	198,619	203,020
总有息债务	1,329,280	1,152,763	990,113
毛利率（%）	33.68	35.89	31.05
营业利润率（%）	5.92	9.72	9.73
总资产报酬率（%）	5.77	7.51	6.50
净资产收益率（%）	7.44	13.04	14.56
资产负债率（%）	79.40	78.11	80.56
债务资本比率（%）	77.71	76.76	76.50
长期资产适合率（%）	76.61	71.01	58.13
流动比率（倍）	0.69	0.60	0.50
速动比率（倍）	0.50	0.41	0.38
保守速动比率（倍）	0.30	0.24	0.22
存货周转天数（天）	170.47	147.32	111.78
应收账款周转天数（天）	94.37	83.01	86.16
经营性净现金流/流动负债（%）	13.11	14.71	9.80
经营性净现金流/总负债（%）	8.31	10.14	6.61
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.60	1.96	1.54
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.51	1.85	2.00
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.54	3.07	3.99
现金比率（%）	23.15	18.09	17.43
现金回笼率（%）	71.54	77.32	100.19

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级：不能偿还债务。

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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。