

2021 年株洲旗滨集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100762】

评级对象: 2021年株洲旗滨集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

旗滨转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2021年6月29日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2020年11月3日

主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.64	0.15	0.38	0.90
刚性债务	5.33	5.87	0.50	0.50
所有者权益	63.48	70.30	79.50	83.12
经营性现金净流入量	0.44	0.47	0.80	0.03
合并口径数据及指标:				
总资产	128.38	130.65	143.26	154.78
总负债	52.67	48.21	47.88	50.23
刚性债务	31.87	30.03	21.34	22.35
所有者权益	75.70	82.45	95.37	104.55
营业收入	83.78	93.06	96.44	29.22
净利润	12.08	13.46	18.24	8.80
经营性现金净流入量	20.66	20.17	31.18	8.72
EBITDA	23.79	26.86	32.07	-
资产负债率[%]	41.03	36.90	33.42	32.45
权益资本与刚性债务比率[%]	237.52	274.57	446.90	467.81
流动比率[%]	80.31	81.00	88.85	108.27
现金比率[%]	18.71	25.08	34.93	48.02
利息保障倍数[倍]	10.91	10.52	17.36	-
净资产收益率[%]	16.49	17.02	20.51	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	90.13	70.95	91.42	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	21.89	22.11	41.58	-
EBITDA/利息支出[倍]	17.73	16.61	25.08	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.73	0.87	1.25	-

注:根据旗滨集团经审计的2018-2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com
覃斌 qb@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对株洲旗滨集团股份有限公司(简称“旗滨集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的2021年株洲旗滨集团股份有限公司公开发行可转换公司债券(简称“旗滨转债”或“本次债券”)的跟踪评级反映了2020年以来旗滨集团在规模及区域竞争和资源及原料保供能力方面保持优势,在盈利增长和财务结构方面取得积极变化,同时也反映了公司在行业竞争和海外业务方面继续面临风险,在投融资和业务拓展方面的压力与风险有所加大。

主要优势:

- **规模及区域竞争优势。**旗滨集团系我国浮法玻璃龙头企业之一,具有较强的规模优势。公司在华东及华南地区具有较突出的区域竞争优势。
- **硅砂资源储备较丰富,原料保供能力较强。**近年来旗滨集团持续扩充硅砂资源储备。公司硅砂基地距浮法玻璃生产线运输距离短,物料保供能力较强,物流成本优势较明显,有利于玻璃成本和品质的把控。
- **盈利保持增长。**得益于浮法玻璃价格走高及节能玻璃产销量增长,跟踪期内旗滨集团收入保持增长,加之纯碱及燃料采购价格低位运行,公司产品利润空间扩大,盈利实现较大幅度增长。
- **财务结构稳健。**跟踪期内旗滨集团债务有所缩减,同时得益于良好的经营积累,公司所有者权益持续增长,资产负债率进一步下降,财务结构愈发稳健。

主要风险:

- **浮法玻璃业务风险。**浮法玻璃行业目前仍面临低端产品产能过剩、集中度较低、行业竞争激

烈等问题。2020年下半年以来行业冷修产能陆续复产，在产产能大幅增加，若后续需求弱化，行业供需平衡压力将加大，公司面临一定的经营风险。

- **投融资压力及业务拓展风险加大。**旗滨集团当前在建拟建项目较多，待投资金额大，未来资本性支出将加大。因投资重点在于光伏玻璃领域，未来行业趋势及公司原料资源获取情况将直接影响后续业务的开展，关注业务拓展风险。
- **海外业务风险。**旗滨集团于马来西亚投资布局了浮法玻璃及节能玻璃生产线。海外业务面临一定的经营管理、政治、经济、法律、税收及汇兑等方面的风险。2020年新冠疫情对公司海外业务效益产生一定的负面影响，关注海外业务主体后续经营改善情况。

➤ 未来展望

通过对旗滨集团及其发行的本次债券主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并维持本次债券AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2021 年株洲旗滨集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照株洲旗滨集团股份有限公司发行的旗滨转债跟踪评级安排，本评级机构根据旗滨集团提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对旗滨集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会《关于核准株洲旗滨集团股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2020]409 号）核准，该公司于 2021 年 4 月发行了旗滨转债，发行金额为 15 亿元，期限为 6 年；转股期间为 2021 年 10 月 15 日至 2027 年 4 月 8 日。公司拟将所募资金中的 4.50 亿元（未扣除发行费用，下同）用于偿还银行借款，优化财务结构；10.50 亿元用于 3 个项目投资。截至 2021 年 5 月末公司已将 9.72 亿元募集资金置换预先投入的自筹资金，另外公司将部分募集资金用于置换发行费用，合计已使用募集资金 9.74 亿元。

图表 1. 本次债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	实施主体	总投资	拟使用募集资金	已使用募集资金
长兴旗滨节能玻璃有限公司年产 1,235 万平方米节能玻璃项目	长兴旗滨节能玻璃有限公司	6.56	4.20	2.48
天津旗滨节能玻璃有限公司节能玻璃生产基地项目	天津旗滨节能玻璃有限公司	5.73	4.80	2.66
湖南旗滨节能玻璃有限公司节能玻璃生产线建设项目二期项目	湖南旗滨节能玻璃有限公司	1.82	1.50	0.09
偿还银行借款	旗滨集团	4.50	4.50	4.50
合计	-	18.61	15.00	9.72

资料来源：旗滨集团（截至 2021 年 5 月末）

注：上表存在加总尾差。

截至 2021 年 5 月末，该公司除本次债券外，未发行其他债券；本次债券尚未进入转股期，待偿还本金余额为 15 亿元。

图表 2. 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项名称	发行金额	待偿还本金余额	期限	发行利率	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
旗滨转债	15.00	15.00	6 年	0.20%	2021-04-09	2027-04-09	15.00 亿元/2021 年 2 月	未到付息日

资料来源：公开资料（截至 2021 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

我国平板玻璃行业目前仍面临产能过剩问题，行业供求关系受房地产开发投资与施工、产能置换、生产线冷修与复产以及环保限产等多重因素影响。2019 年玻璃价格重心同比有所下移，行业利润规模有所收缩。2020 年第一季度受新冠疫情影响，玻璃需求疲弱，行业库存激增，疫情缓和后库存集中消纳致使玻璃价格深跌，6 月以来下游需求恢复且生产企业挺价意愿较强，玻璃价格快速回调并冲至历史高位，带动行业效益明显提升。2020 年以来原燃料价格波动幅度加大，玻璃生产企业面临一定的采购价格波动风险。

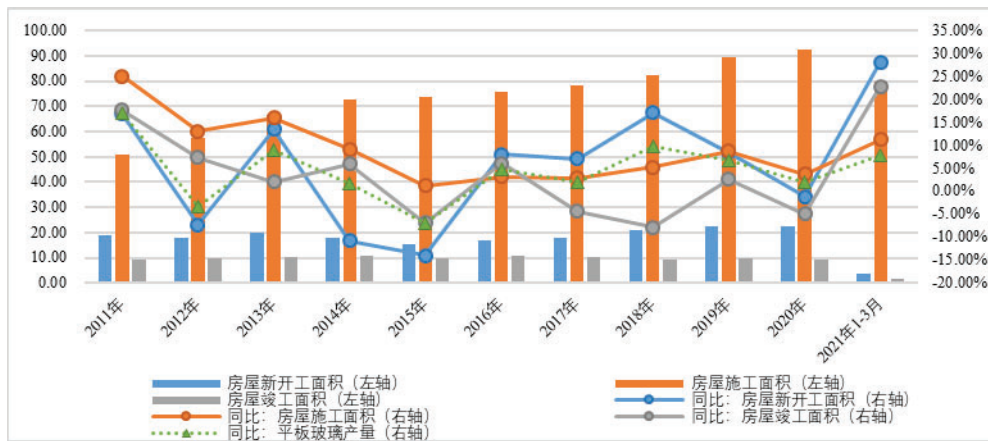
A. 行业概况

平板玻璃行业是需求拉动、产能效益交替上升的强周期性行业，近年来产能过剩一直是整个行业面临的主要问题。行业下游产业主要包括房地产、汽车、光伏、电子等领域，其中房地产行业的玻璃需求占比达到 75%左右，主要应用于门窗、幕墙、家具等装饰用品，因此平板玻璃行业与房地产行业具较明显的共周期性。

根据 Wind 数据显示，2018-2020 年全国房地产开发投资完成额分别为 12.03 万亿元、13.22 万亿元和 14.14 万亿元，同比分别增长 9.53%、9.92%和 7.00%；

同期，房屋施工面积分别为 82.23 亿平方米、89.38 亿平方米和 92.68 亿平方米，同比分别增长 5.22%、8.70%和 3.69%；其中新开工面积分别为 20.93 亿平方米、22.72 亿平方米和 22.44 亿平方米，同比分别增长 17.18%、增长 8.51%和减少 1.20%；竣工面积分别为 9.36 亿平方米、9.59 亿平方米和 9.12 亿平方米，同比增长率分别为-7.82%、2.56%和-4.92%。2020 年主要受新冠疫情影响，开发投资增速放缓，新开及竣工面积同比减少。整体看近三年竣工与开复工增速持续存在较大背离。房地产开复工规模的扩大对玻璃需求总量形成一定支撑，但即期需求的释放主要取决于开复工向竣工的传导。2021 年第一季度，由于上年同期疫情期间比较基数较低，我国房地产开发投资完成额同比增长 25.56%，至 2.76 万亿元；房屋施工面积为 79.84 亿平方米，同比增长 11.21%，房屋新开工及竣工面积分别为 3.62 亿平方米和 1.91 亿平方米，同比增长 28.22%和 22.91%。

图表 3. 2011 年以来我国房地产施工及平板玻璃产量情况（单位：亿平方米）

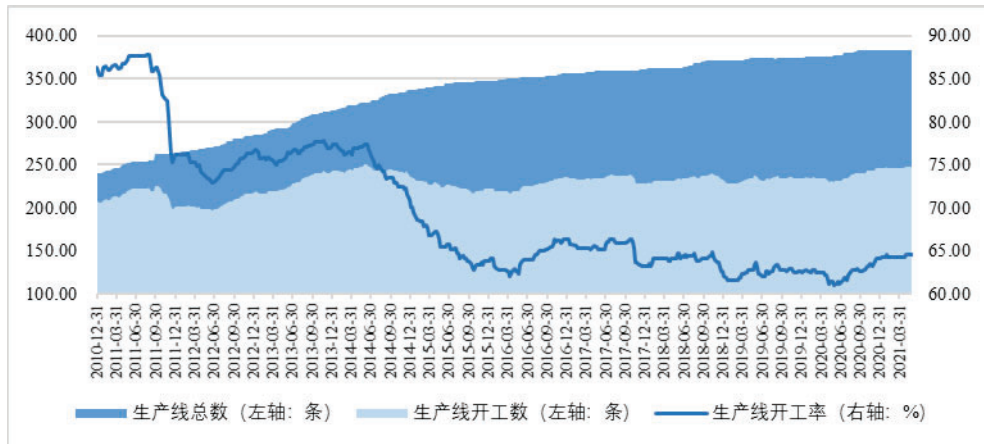


资料来源：Wind

平板玻璃生产工艺包括浮法、压延法、平拉法、格法、溢流下拉法等，我国目前绝大部分平板玻璃生产采用浮法工艺，产量占比超过 90%。浮法玻璃产能方面，2013 年以来新建浮法玻璃生产线受到政策限制，但产能实质性出清进展仍较为缓慢，产能增减量主要体现于产能置换、冷修停产及复产。2018 年以来在产产能呈增长走势，根据 Wind 数据显示，当年 11 月上旬开工生产线数量达到年内最高值 241 条，日熔化量达 15.74 万吨，较年初增长 5.85%；11-12 月受原燃料价格上涨，加之需求进入淡季，玻璃企业利润下滑，推迟冷修窑龄到期的生产线集中放水，冷修产能有所增加，至当年末在产生产线降至 233 条，日熔化量为 15.43 万吨。2019 年 1 月，承接上年末冷修热潮，当月另有 4 条生产线冷修停产；3-5 月新点火生产线点火及冷修生产线复产使得在产产能恢复性增长，至 5 月末开工生产线数回升至 238 条；6 月以来沙河地区大气污染防治力度强化，原要求停产的煤燃料生产线虽最终免于停产转而采取限产措施，但其他窑炉到期冷修，使得在产生产线数量回落，10 月起至当年年末在产生产线数量维持在 235 条左右，日熔化量稳定在 15.50 万吨左右。2020 年第一季度，在产生产线数量较上年末变化不大；4 月下旬和 5 月冷修生产线增加，在

产生产线降至 230 条，日熔化量回落至 15.00 万吨左右，7 月中下旬以来随着下游需求加速释放，玻璃在产产能恢复性增长，至 2021 年 3 月末开工生产线增至 247 条，在产产能升至 16.20 万吨的历史高位。2018-2020 年，我国平板玻璃产量分别为 8.69 亿重量箱、9.27 亿重量箱和 9.46 亿重量箱，同比分别增长 9.92%、6.68%和 2.05%，2020 年前期虽受新冠疫情的严重冲击，但得益于疫情的有效防控，全年产量保持增长，但增速有所回落；2021 年 1-3 月平板玻璃产量为 2.47 亿重量箱，同比增长 7.79%。

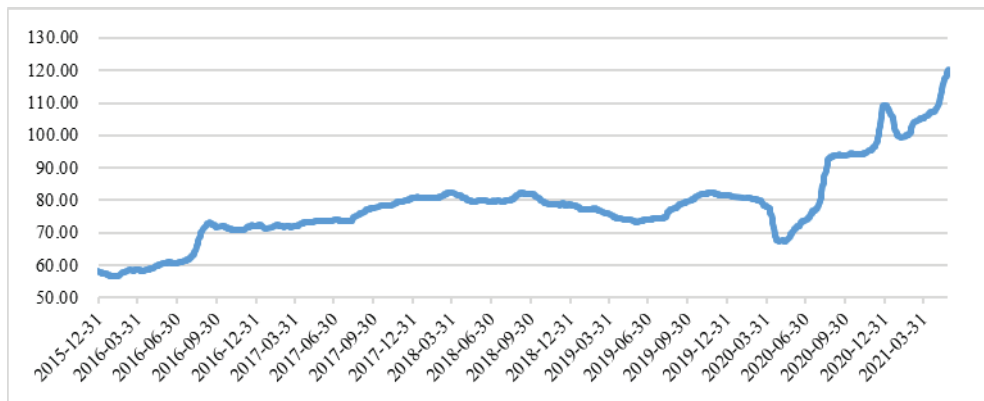
图表 4. 2011 年以来我国浮法玻璃生产线及开工情况



资料来源：Wind

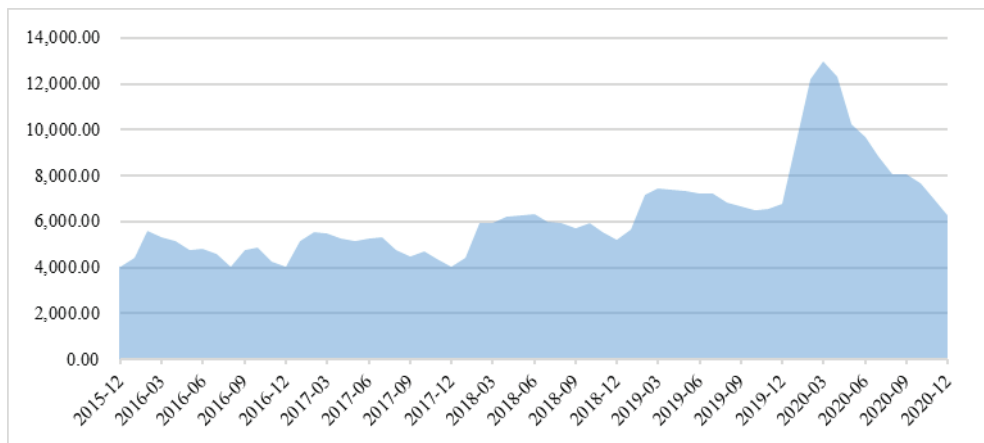
由于平板玻璃行业具明显的生产刚性特征，产品价格对供需平衡及库存水平敏感性高。2018 年浮法玻璃价格走势未依循传统淡旺季特征，但全年价格波动振幅相对较小，以全国主要城市浮法玻璃现货平均价格为例，全年价格重心在 80 元/重量箱左右。2019 年玻璃价格整体呈先抑后扬走势：1-5 月在需求较弱，库存高位情况下，价格走低至 73 元/重量箱的年内最低位，6 月以后因产能冷修集中，且受沙河地区限产等消息提振，玻璃价格重启上涨，传统旺季价格涨势良好，11 月价格最高达到 82.46 元/重量箱，随后小幅回落，年末价格为 81.41 元/重量箱。2020 年第一季度，行业淡季并叠加新冠疫情因素影响下，玻璃需求启动滞后，加之物流运输受限，玻璃库存明显增加，3 月末玻璃库存达到历史最高的 12,980 万重量箱，较上年末增加近 6,200 万重量箱；需求疲弱加之高库存影响，玻璃价格走弱，至 3 月末玻璃均价降至约 78.00 元/重量箱；随着下游复工复产，生产商出货逐步恢复，库存集中消纳使得行业竞价加剧，价格加速下跌，4 月末降至 67 元/重量箱左右，5 月中旬起下游拿货意愿增加，价格企稳回升，8 月旺季来临前生产商挺价意愿较强，价格加速上涨，至月末价格升至 93 元/重量箱左右，至 11 月末保持相对稳定，12 月受南方赶工及库存低水平拉动，玻璃价格再次拉涨，年末价格升至近年来最高值 110 元/重量箱。2021 年春节期间玻璃价格回落至 100 元/重量箱左右，随着需求的启动，价格重启回升，至 3 月末价格回升至 105 元/重量箱。

图表 5. 2016 年以来浮法玻璃每日现货平均价（单位：元/重量箱）¹



资料来源：Wind

图表 6. 2016 年以来我国浮法玻璃库存（单位：万重量箱）



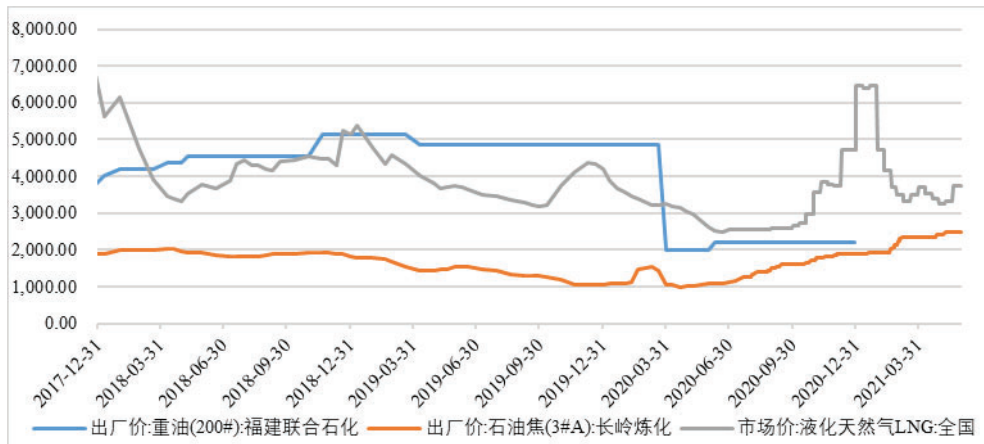
资料来源：Wind

成本端方面，重油、石油焦、天然气等燃料是影响玻璃成本的关键因素，约占生产成本的 40% 以上。重油方面，以福建联合石化重油（200#）出厂价（含税）为例，2018 年 1-5 月历经多次小幅提价，5 月中旬至 10 月末价格维持在 4,530 元/吨，11 月初价格进一步调升至 5,130 元/吨；2019 年 4 月价格回调至 4,850 元/吨，至年末保持稳定；2020 年以来 OPEC 增产及新冠疫情影响下原油价格暴跌，1-3 月重油价格未做出明显调整，但 4 月价格大幅回调，直至当年年末维持在 2,000-2,200 元/吨区间。石油焦价格方面，不同焦型价格差异大，但价格走势大体相同。以长岭炼化（3#A）出厂价为例，2018 年价格处在 1,800-2,000 元/吨震荡；2019 年第一季度价格开始松动下滑，至当年末跌至 1,100 元/吨左右；2020 年 2 月价格快速回调至最高 1,530 元/吨，但 3 月价格再度回跌至 1,000 元/吨左右，4 月下旬以来价格持续上涨，2021 年 3 月末价格已达 2,360 元/吨。天然气方面，因用气存在明显的峰谷，近年来天然气价格波动较大，峰值一般出现在冬季。以我国液化天然气市场价为例，2017 年末受“煤改气”加快推进影响，天然气消费爆发式增长，供需失衡情况下天然气价格大

¹ 上图全国主要城市浮法玻璃均价计算根据济南、北京、上海、广州、成都、沈阳、武汉、西安、秦皇岛等 9 个城市，规格包括 4mm、5mm 和 12mm。

幅涨至 7,400 元/吨左右；2018 年第一季度，天然气价格回归合理区间，4 月末最低跌至 3,331.30 元/吨，随后价格小幅震荡回升，年末价格升至 5,200 元/吨左右；2019 年前三季度价格大体呈走低趋势，至 9 月末价格降至 3,200 元/吨左右，第四季度价格调升至最高 4,362.80 元/吨；2020 年以来价格有所回落，6 月末价格触底 2,500 元/吨并持稳，10 月以来价格大幅反弹，年末价格升至 6,500 元/吨左右。

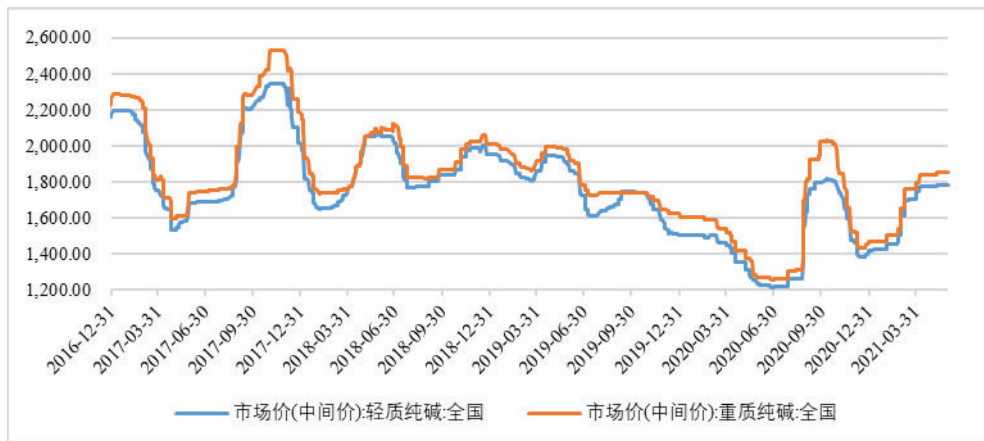
图表 7. 2018 年以来玻璃窑炉主要燃料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

除燃料外，纯碱约占玻璃生产成本的 20%。以我国重质纯碱市场价中间价为例，2018 年价格呈“W 型”震荡走势，波动区间为 1,750-2,200 元/吨。2019 年我国纯碱产能创新高，全年产量同比增加，同时因受环保和贸易摩擦影响，下游需求增长乏力，供需矛盾凸显，下半年起纯碱价格开始松动并震荡走低，2019 年末重质纯碱价格降至 1,500 元/吨左右。2020 年上半年产能过剩局面未实质性改善，纯碱价格延续上年末下行走势，6 月末价格最低跌至 1,250 元/吨左右；8 月受自然灾害叠加停产检修影响下，供应端缩减，加之下游玻璃在产产能增加，价格大幅上涨，10 月价格冲破 2,000 元/吨；11 月以来因下游企业备货较为充足，主要生产商开工维持高位，价格快速回跌至 1,450 元/吨左右。整体看，2019 年至 2020 年上半年价格大体呈走低趋势，玻璃生产企业成本压力有所减轻，但 2020 年第三季度价格起落幅度大，玻璃生产企业面临一定的采购价格波动风险。

图表 8. 2017 年以来纯碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

根据中华人民共和国工业和信息化部（简称“工信部”）数据，2018-2020 年平板玻璃行业收入分别为 760 亿元、843 亿元和 926 亿元，利润分别为 116 亿元、98 亿元和 130 亿元，2020 年行业效益提升幅度较大。

B. 政策环境

2013 年 10 月，国务院发布了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，指出严禁新增平板玻璃产能项目，分类妥善处理在建违规项目；清理整顿违规产能，加强规范和准入管理；淘汰落后产能，引导产能有序退出等。2016 年 5 月，发布了《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，指出计划到 2020 年，再压减一批平板玻璃产能，使产能利用率回到合理区间；平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右等。

2015 年 4 月，工信部发布了《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（简称《置换办法》），从置换产能确定、产能置换指标交易、置换方案内容和确认以及置换方案监督落实等方面规范并明确平板玻璃等过剩行业产能置换办法。2018 年 1 月，发布了《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》，对前次《置换办法》进行了修订，重点强调加大减量置换力度，对置换产能限定和指标核定更加严格，并简化置换方案审核流程。2018 年 8 月，工信部联合国家发改委发布了《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，重申了坚决禁止新增平板玻璃产能，并要求从严审核置换方案并加强对置换方案执行的监管。2020 年 1 月，工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，为进一步巩固化解过剩产能工作成效，通过问答形式对产能置换政策进行细化和完善，提高政策的针对性和可操作性，更好指导地方和企业开展平板玻璃产能置换。

C. 竞争格局/态势

行业趋势方面，我国平板玻璃行业作为结构性产能过剩的主要行业之一，淘汰落后和化解过剩产能，推进绿色、创新发展是未来一段时间内行业发展的主基调。未来，国家将持续加大对玻璃行业环保督查治理力度，并将加快引导

和严格监督平板玻璃企业产能置换的实施，从源头把控好“严禁新增产能”的关口，多管齐下共同推动落后产能的尽快退出。

竞争格局方面，由于玻璃产业供给刚性的特性，弱周期中，长期累积的供给过剩使得行业洗牌，华尔润等老牌玻璃企业在传统玻璃领域相继没落，而福耀玻璃、信义玻璃及旗滨集团等公司逐渐崛起。随着限制新增产能政策持续及环保要求趋严，国内市场竞争格局将基本稳定，近年来国内玻璃龙头企业相继开拓海外业务，在全球玻璃工业中占据重要席位。

图表 9. 行业内核心样本企业基本数据概览（单位：亿元、%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据				
	营业收入	毛利率	浮法玻璃产量 (万吨)	深加工玻璃产量 (万 m ²)	总资产	资产负债率	权益资本/带息债务(倍)	净利润	经营性净现金流
株洲旗滨集团股份有限公司	96.44	37.28	583.80	2,233.00	143.26	33.42	4.63	18.24	31.18
信义玻璃控股有限公司	186.16	41.75	未披露	未披露	379.34	37.94	2.42	64.31	37.91
中国南玻集团股份有限公司	106.71	30.24	296.00	3,441.00	178.83	40.64	2.57	8.12	27.31
福耀玻璃工业集团股份有限公司	199.07	39.51	128.99	10,445.00	384.24	43.81	2.18	25.98	52.78
上海耀皮玻璃集团股份有限公司	40.85	21.78	48.91	2,429.61	69.76	37.28	5.32	1.66	6.12
山东金晶科技股份有限公司	48.84	20.21	140.36	429.94	96.19	53.85	2.16	3.51	7.54
凯盛科技集团有限公司	190.38	20.76	214.16	11,674.90	528.68	69.28	0.71	8.96	10.63
中国玻璃控股有限公司	31.59	23.39	177.20	未披露	72.01	69.89	0.63	-0.98	6.29

资料来源：新世纪评级整理

注：上表数据为 2020 年/末数据；上表币种均换算为人民币；深加工玻璃产量包含建筑节能玻璃、汽车玻璃和光伏玻璃等。

D. 风险关注

行业产能过剩仍较严重，冷修产能复产或将加大供给端压力。国家提出严控新增产能、淘汰落后产能等政策，新增产能虽得到有效控制，但近年来实质性产能出清进展依旧缓慢，平板玻璃行业低端产品产能过剩的问题仍较突出。2020 年下半年以来冷修产能陆续复产，在产产能大幅增加，若后续需求端释放不佳，行业供需平衡压力将加大。

原燃料价格波动风险。玻璃行业生产刚性强，熔窑点火后燃料系统将持续运作，因此燃料的采购价格将直接影响玻璃的生产成本。玻璃窑主要燃料之一的天然气易受用气峰谷的影响价格产生大幅波动，另外重油和石油焦作为石油炼化产品，价格易受国际原油价格波动影响。纯碱为玻璃主要原料之一，近年来受环保及检修等因素影响，产能开停车使得供给端波动较大，价格出现大幅涨跌。整体看，行业内企业持续面临原燃料价格波动的风险。

环保压力及安全生产风险。平板玻璃行业属于高耗能、高污染行业。随着国家提倡制造业“节能减排”及环保标准的提高，行业环保成本上升，一定程度上挤压了企业的盈利空间。另外，为把握市场行情，生产企业可能会拖延生产线的冷修时间，从而可能导致安全事故的发生。

海外业务风险仍较大。近年来我国平板玻璃龙头企业相继加大海外业务拓

展，海外业务收入占比有所提高。海外业务面临一定的政治、经济、法律和治安环境风险，同时外币结算下企业亦将面临一定的汇兑风险。另外，当前海外新冠疫情防控形势仍较为严峻，后续需持续关注业内企业海外业务运营情况。

2. 业务运营

该公司当前核心主业仍为浮法玻璃业务，规模优势较突出。公司拥有较丰富的硅砂资源，浮法玻璃原料保供、产品品质及成本控制能力相对较强。随着节能玻璃生产线的陆续投产，节能玻璃业务规模快速扩张。得益于浮法玻璃价格上涨及节能玻璃产销量增长，2020年以来公司收入保持增长，加之纯碱及燃料采购价格下降，产品利润空间扩大，公司盈利实现较大幅度增长。公司海外业务受新冠疫情等因素影响，效益仍较差，关注后续经营改善情况。公司当前在建拟建项目较多，待投资金额大，未来资本性支出将加大。因投资重点在于光伏玻璃领域，未来行业趋势及公司原料资源获取情况将直接影响后续业务的开展，关注业务拓展风险。

该公司主营业务突出，核心业务系玻璃的生产和加工业务，当前主要产品包括浮法玻璃和节能玻璃；公司还涉及物流及贸易等业务，但经营规模很小。公司玻璃生产及加工业务目前在国内的主要市场区域为华东及华南地区，2017年随着马来西亚生产线的投产，业务区域已拓展至海外。玻璃制造行业中具有规模优势的企业能够摊薄成本，强化市场把控力，从而获得更强的竞争力。由于玻璃原片制造行业具有很强的生产刚性，价格受市场供需及库存水平影响大，产能控制及环保政策对行业影响大。玻璃制造技术已相对成熟，深加工产品如节能玻璃对自爆率等参数要求高，优良的品质是市场开拓的基础。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
玻璃生产及加工业务	国内以华东及华南地区为主，海外市场亦有拓展。	规模/品质等

资料来源：旗滨集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
营业收入合计	83.78	93.06	96.44	29.22
其中：核心业务收入	82.86	91.97	95.37	28.90
其中：（1）浮法玻璃	81.12	85.28	84.28	25.50
在核心业务收入中所占比重（%）	97.90	92.73	88.37	88.23
（2）节能玻璃	1.74	6.69	11.10	3.40
在核心业务收入中所占比重（%）	2.10	7.27	11.63	11.77
毛利率（%）	28.79	29.44	37.28	51.70
其中：浮法玻璃（%）	28.27	28.91	37.23	53.33

主导产品或服务	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
节能玻璃（%）	25.09	30.16	33.18	42.98

资料来源：旗滨集团

2018-2020年，该公司分别实现营业收入83.78亿元、93.06亿元和96.44亿元，其中核心业务收入分别为82.86亿元、91.97亿元和95.37亿元，持续增长。2018年以来随着已投产节能玻璃生产线达产度的提升及新产能的投产，公司节能玻璃产销量增加，收入实现较快增长，收入贡献度有所提高；公司浮法玻璃收入有所波动，在核心业务收入中占比虽有所下降，但2020年仍接近90%。2018-2020年，公司综合毛利率分别为28.79%、29.44%和37.28%。同期，浮法玻璃毛利率分别为28.27%、28.91%和37.23%，2020年主要得益于产品价格上涨及原燃料价格下降，毛利率明显提升；节能玻璃毛利率分别为25.09%、30.16%和33.18%，随着新建节能玻璃生产线产能释放，成本得以摊薄，盈利空间增厚。

2021年第一季度，主要得益于浮法玻璃价格同比大幅上涨及节能玻璃产量同比大幅增加，该公司营业收入同比增长124.96%至29.22亿元，综合毛利率同比提高17.62个百分点至51.70%。

A. 玻璃生产线情况

图表 12. 公司已建成浮法玻璃生产线情况（单位：吨/天）

公司名称	生产线条数	日熔化量
漳州旗滨玻璃有限公司（简称“漳州旗滨”）	8	5,700
河源旗滨硅业有限公司（简称“河源硅业”）	2	1,400
株洲醴陵旗滨玻璃有限公司（简称“醴陵旗滨”）	5	3,100
绍兴旗滨玻璃有限公司（简称“绍兴旗滨”）	2	1,200
长兴旗滨玻璃有限公司（简称“长兴旗滨”）	4	2,600
平湖旗滨玻璃有限公司（简称“平湖旗滨”）	2	1,200
旗滨集团（马来西亚）有限公司（简称“马来西亚旗滨”）	2	1,400
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司（简称“郴州光电”）	1	1,000
合计	26	17,600

注：根据旗滨集团提供的数据绘制（截至2021年3月末）。

截至2021年3月末，该公司共拥有浮法玻璃生产线26条，合计日熔化量达17,600吨/天，产能居行业前列，规模优势明显。上述浮法玻璃生产线分布于8个生产基地，其中国内7个、海外1个；国内产能分布于福建、广东、浙江、湖南等省份，华东及华南地区产能布局已基本完成，国外产能位于马来西亚森美兰州。

新增产能及生产线冷修和复产方面，2018年1月漳州旗滨一线和长兴旗滨一线点火复产，3月醴陵旗滨五线点火复产，另外9月新建的郴州光伏光电玻璃项目（简称“郴州项目”）点火试运行；2019年1月郴州项目正式投入商业运营，2月漳州旗滨二线冷修，并于9月复产，11月漳州旗滨五线冷修；2020年5月漳州旗滨五线点火复产，漳州旗滨七线和三线分别于6月和7月冷修，

并分别于 10 月和 11 月点火复产。2018-2020 年公司生产线在役日均融化量²合计分别为 16,117 吨、16,933 吨和 16,850 吨。通过冷修及技改，目前公司所有生产线均已配备烟气处理装置，以顺应环保趋严的形势。公司下属漳州旗滨、河源硅业和绍兴旗滨仍有部分生产线窑龄已较长，未来将陆续进行冷修。

节能玻璃方面，该公司 2016 年以前产能集中于子公司漳州旗滨特种玻璃有限公司（简称“漳州特玻”），系原株洲旗滨特种玻璃有限公司搬迁产能，该生产线相对老旧，加工水平和产品结构落后，故已于 2016 年末停产，相关设备已处置，公司所持漳州特玻所有股权已于 2018 年 12 月转让。近年来，公司陆续于浙江绍兴、广东河源、马来西亚森美兰州、湖南醴陵、天津及浙江长兴等地投资新建节能玻璃生产基地，主要依托拥有的浮法玻璃原片生产线进行产能布局。2018 年，绍兴和河源基地生产线投入商业运营；2019 年绍兴和河源基地扩建产能，以及马来西亚新建生产线投入商业运营；2020 年第二季度醴陵基地一期项目投入商业运营。截至 2021 年 3 月末尚有 3 个节能玻璃项目处于建设阶段（系本次债券募投项目）。

其他类型玻璃方面，该公司醴陵电子玻璃项目于 2018 年投建，2019 年 7 月点火并进入试生产阶段，2020 年 4 月投入商业运营。湖南药玻一期玻璃素管生产线已于 2021 年 1 月 28 日点火，目前尚处于生产调试期，预计当年年内投入商业化运营。另外，公司还有 2 条在建光伏玻璃生产线。

B. 生产及销售

2018-2020 年，该公司浮法玻璃原片产量分别为 10,990.58 万重量箱、11,885.45 万重量箱和 11,676.00 万重量箱，2019 年郴州项目产能释放，产量有所增长，2020 年主要受漳州旗滨生产线冷修影响，产量小幅回落。从品种来看，公司生产的玻璃原片绝大部分为建筑玻璃，少量玻璃原片进行在线镀膜；2019 年郴州项目正式投产，公司新增超白光伏光电玻璃品类。销售方面，2018-2020 年公司玻璃原片销售量分别为 11,003.22 万重量箱、11,844.72 万重量箱和 11,377.00 万重量箱，产销率保持在高水平。同期，公司浮法玻璃原片销售均价分别为 76.65 元/重量箱、74.88 元/重量箱和 77.72 元/重量箱，2019 年玻璃市场价格先抑后扬，公司全年销售均价同比小幅下滑，2020 年上半年玻璃价格走弱，下半年起价格快速走高，公司全年销售均价有所回升。

2021 年第一季度，该公司浮法玻璃产量较上年同期基本持平，销量同比大幅增长 78.63%，主要系因上年同期受新冠疫情影响，下游需求释放滞缓，运输受限，可比基数较低。因上年玻璃价格翘尾，当期价格处于高位，公司原片销售均价达 97.24 元/重量箱，同比提高 19.58 元/重量箱。

图表 13. 公司浮法玻璃产销量及库存情况（单位：万重量箱）

指标	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年第一季度（末）
产量（万重量箱）	10,990.58	11,885.45	11,676.00	2,991.00

² 根据生产线设计日融化量及实际在产月数折算估计。冷修当月不计在产，复产生产线点火后一个月起计算在产月数；新建生产线按照实际投入商业运营月份当月开始计算在产月数。

指标	2018年(末)	2019年(末)	2020年(末)	2021年第一季度(末)
销量(万重量箱)	11,003.22	11,844.72	11,377.00	2,855.00
产销率	100.12%	99.66%	97.44%	95.45%
销售均价(元/重量箱)	76.65	74.88	77.72	97.24

注：根据旗滨集团提供的数据绘制。

节能玻璃方面，该公司下属漳州特玻生产线于 2016 年末停产处置，2017 年公司未进行节能玻璃的生产及销售。2018 年，2 条新建生产线相继投产，公司重启节能玻璃业务，主要产品包括镀膜玻璃和中空玻璃。2019 年以来随着已投产生产线达产率提升，以及新建和扩建产能的投产，公司节能玻璃产销量大幅增长。随着在建节能玻璃生产线建成投产，公司节能玻璃产销规模有望进一步扩大，收入贡献有望持续提升。因节能玻璃产品以浮法玻璃原片为主要原材料，产品价格对原材料价格的敏感性较浮法玻璃弱，业务规模的拓展将有助于公司对冲浮法玻璃板块的经营风险。

图表 14. 公司节能玻璃产销量及库存情况（单位：万平方米）

指标	2018年(末)	2019年(末)	2020年(末)	2021年第一季度(末)
产量	383.00	1,159.92	2,233.00	720.98
销量	361.00	1,126.58	2,191.00	667.16
库存量	22.00	33.17	75.00	133.14

资料来源：旗滨集团

销售区域构成方面，由于玻璃运输成本高，存在销售半径约束，但该公司大部分生产基地拥有接驳到厂区的铁路或港口，具有较强的运输优势，可确保合理的市场覆盖。公司玻璃销售主要覆盖华东、华中和华南地区（市场占有率超过 30%），2017 年马来西亚生产线投产以来海外销售也得以拓宽。从公司主营业务收入的区域构成方面看，2018-2020 年华东、华南及华中地区收入合计分别为 71.77 亿元、82.77 亿元和 87.35 亿元，占主营业务收入的比重分别为 86.61%、89.96%和 91.56%；同期，海外市场分别实现收入 8.00 亿元、8.31 亿元和 7.02 亿元，占主营业务收入比重分别为 9.66%、9.03%和 7.36%。2020 年新冠疫情对公司海外业务的开展冲击相对较大，海外收入同比减少 15.46%。

该公司浮法玻璃原片主要销售对象为贸易商，近年来销售量占比约为 60%，其余为玻璃加工商；原片销售模式以预收及现款为主，赊销较少。公司节能玻璃业务拓展时间不长，但随着近年来推广力度的加大，公司品牌开始逐步被客户认识，目前已进入部分一线房地产开发商玻璃材料供应商 A 类品牌库。公司向工程项目直接供应节能玻璃产品时，结算回款方式主要分为三段，预收定金后根据项目执行进度采取按月或按批次结算（或二者结合），尾款则一般在最后一批产品发货前支付。项目供货回款期限一般为 3 个月左右。另外，公司节能玻璃半成品（镀膜玻璃大板）主要销售客户为玻璃加工商，销售则以现款为主。通过协调项目的定制化产品及半成品的销售，公司可对业务现金流进行把控和调节，并提高产线运营效率，摊薄运营成本。

C. 原燃料自给及采购情况

硅砂和纯碱为玻璃生产中的主要原料。近年来该公司持续扩充硅砂资源储备，建设生产基地，保证玻璃原料供应。2019年4月公司通过增资入股方式取得醴陵市金盛硅业有限公司（简称“金盛硅业”）80%的控制权，金盛硅业于醴陵市浦口镇摘牌受让了1处硅砂矿采矿权；2020年公司收购金盛硅业剩余20%股权，金盛硅业更名为醴陵旗滨硅业有限公司。另外，公司于马来西亚森美兰州获取1处砂矿采矿权，目前该砂矿项目正处于建设阶段。加上已有的福建漳州、广东河源和郴州硅砂基地，截至2021年3月末公司共有硅砂基地5个，其中已有4个基地已投产，公司拥有硅砂保有储量合计2,909.80万吨，硅砂资源储量较为丰富。公司硅砂自给率较高，近三年保持在40-50%左右。硅砂的自给有利于保障原料供应的稳定性，同时有利于公司对玻璃成本和产品质量的控制。现有已投产基地中，漳州及河源硅砂基地距生产线运输距离短，分别为25公里和16公里，物流成本优势较明显；其他硅砂依赖外采的浮法玻璃生产基地运输条件较好，原料供应风险亦相对较低。纯碱在玻璃生产中的成本占比较大，作为基础化工原料，其采购价格一般随行就市。2018-2020年，公司纯碱采购均价分别为1,613.53元/吨、1,634.72元/吨和1,361.00元/吨，2018-2019年纯碱市场价维持高位震荡，公司采购均价维持在较高水平；2020年上半年纯碱市场价格大幅走低，下半年价格波动较大，公司当年采购价格同比下降16.74%。2021年第一季度公司纯碱采购均价为1,311.00元/吨，同比下降6.82%。

图表 15. 公司原材料采购价格情况（单位：元/吨、元/m³）

项目	硅砂	重油	石油焦	天然气	纯碱
2018年	156.22	2,710.18	1,430.91	2.22	1,613.53
2019年	185.41	2,780.88	1,298.34	2.32	1,634.72
2020年	205.00	2,357.00	998.00	2.20	1,361.00
2021年第一季度	246.00	2,061.00	1,319.00	1.97	1,311.00

资料来源：旗滨集团

注：硅砂仅统计外部采购数据。

玻璃生产中燃料成本占比大，该公司生产线使用的燃料包括重油、石油焦和天然气。鉴于近年来行业环保压力加大，随着生产线的冷修，公司调整生产线燃料系统，改为天然气或油气双燃料系统。2020年公司重油、石油焦及天然气采购价格同比分别下降15.24%、23.13%和5.17%；2021年第一季度石油焦采购价格大幅回升。公司根据燃料价格情况，对燃料的使用配比进行调整。

纯碱、重油及石油焦等原燃料均由该公司本部统筹采购，可享受一定批量采购价格优惠。同时公司通过对原燃料价格走势进行研究分析，在价格低谷时进行战略采购，缓冲原燃料上涨压力，进行成本控制。另外，公司结合资金情况，根据销售回款情况，对采购付款时间进行匹配，采取灵活的结付方式。针对大宗材料设置预付及多种账期，在风险可控的前提下通过折扣的获取，达到降低成本的目的。

D. 海外业务情况

该公司于马来西亚投资建立了浮法玻璃和玻璃深加工生产线。由于国外与国内经营环境存在较大差异，公司海外业务面临一定的经营管理、政治、经济、法律、税收及汇兑等方面的风险。

该公司下属马来西亚旗滨于马来西亚森美兰州的2条浮法玻璃生产线分别于2017年3月和6月投产，9月正式投入商业运营。上述2线浮法玻璃生产所用纯碱主要采购自美国，价格一年一签，波动相对较小；硅砂和天然气由当地供应，公司通过开发培育新的供应商而在一定程度上压低了硅砂采购价格，另外公司拟通过建设硅砂基地加大硅砂的自给；其他生产所需辅料及备件以中国国内采购为主。马来西亚旗滨所产浮法玻璃销售以出口为主，占比约为80-85%，出口国家包括韩国、印度、菲律宾、柬埔寨、印尼和越南等。2020年马来西亚旗滨实现营业收入6.41亿元，同比减少11.51%；净利润为-0.33亿元，同比减少0.55亿元³。

该公司下属南方节能（马来西亚）玻璃有限公司（简称“南方节能”）于马来西亚森美兰州的深加工生产线自2018年第二季度起投入试运营，2019年5月投入商业运营。该线生产所需玻璃原片主要由马来西亚旗滨浮法玻璃生产线供应，目前销售区域主要包括马来西亚本地、泰国、印度、澳大利亚和美国等。2020年南方节能实现营业收入1.46亿元，同比增长47.65%；当年尚未实现盈利，净利润为-0.17亿元，同比减亏0.10亿元。

整体看，2020年新冠疫情对该公司海外业务效益产生了一定的负面影响，关注相关经营主体未来经营改善情况。

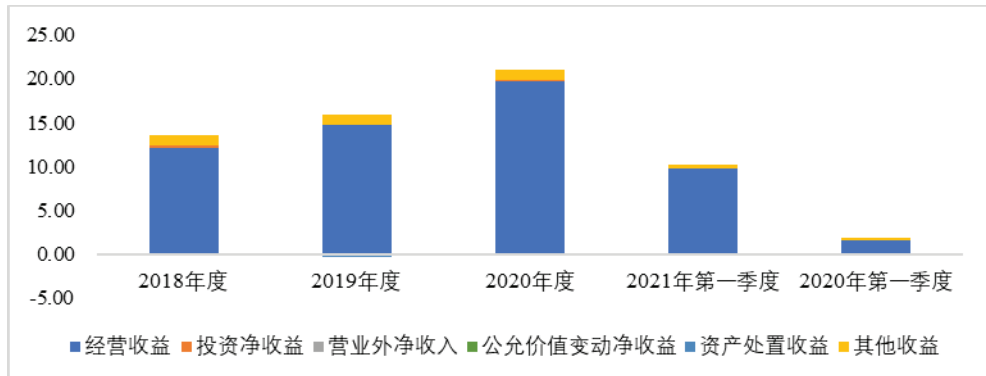
E. 研发情况

该公司具有一定的产品及技术创新能力，近年来研发投入持续加大。2018-2020年，研发投入金额（含资本化）分别为3.19亿元、3.98亿元和4.22亿元，占营业总收入的比重分别为3.80%、4.28%和4.37%。2020年公司完成13项浮法玻璃及10项节能玻璃研发项目进度要求，在电子玻璃质量达标、中性硼硅玻璃的工艺技术制定与建设、浮法超白玻璃光伏市场的开拓、冷修技改项目中的结构创新、环保技术的自我提升、节能玻璃设备选型方案制定及自动化方案制定、前瞻性研发项目的研究活动等方面取得了一定的成绩。公司2020年申请专利115件（其中发明专利41件，实用新型专利74件），获得授权的专利达70件。另外，公司顺利推进镀膜玻璃实验室建设，建立健全完成了各生产基地主推节能玻璃产品膜系结构升级更新及简统工作，完成50款镀膜玻璃产品的知识产权评估，进一步夯实节能玻璃产品专利权保护工作。

³ 收入和净利润折算为人民币，同比根据按人民币折算的数据计算，下同。2019年末和2020年末林吉特兑人民币汇率中间价分别为1.6987和1.6173。

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据旗滨集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本⁴

2018-2020 年，该公司分别实现营业毛利 24.12 亿元、27.40 亿元和 35.95 亿元，2020 年产品利润空间明显增厚，毛利同比大幅增长 31.24%。同期，公司期间费用分别为 10.25 亿元、11.26 亿元和 13.49 亿元；其中销售费用相对较小，分别为 1.08 亿元、1.29 亿元和 0.87 亿元，2020 年主要因执行新收入准则，公司将产品销售发生的运费纳入营业成本核算，以致销售费用同比减少 32.80%；管理费用分别为 5.07 亿元、5.14 亿元和 7.21 亿元，2020 年主要因股权激励成本、职工薪酬和生产线热修费用增加，管理费用同比增长 40.08%；研发费用分别为 3.10 亿元、3.71 亿元和 4.12 亿元，公司持续加大研发力度，研发费用持续增加；财务费用分别为 1.00 亿元、1.12 亿元和 1.29 亿元，公司债务规模不大，利息支出规模相对较小，金额分别为 1.18 亿元、1.33 亿元和 1.24 亿元，另外海外公司外汇头寸产生的汇兑损失分别为-0.03 亿元、-0.36 亿元和 0.15 亿元。同期，税金及附加分别为 1.17 亿元、1.21 亿元和 1.26 亿元，主要包括房产税、城市维护建设税和教育费附加，近三年金额变化不大。2018-2020 年，公司分别确认资产减值损失（含信用减值损失）0.60 亿元、0.17 亿元和 1.43 亿元，2020 年金额较大，主要系因公司淘汰油罐及制氧器等设备，计提较大金额固定资产减值准备。2018-2020 年，公司经营收益分别为 12.10 亿元、14.75 亿元和 19.78 亿元，主营业务盈利规模持续扩大。

2021 年第一季度，该公司实现营业毛利 15.11 亿元，同比大幅增加 10.68 亿元。期间费用为 4.87 亿元，同比增加 2.22 亿元，主要系因职工薪酬及研发支出增加所致。当期，公司实现经营收益 9.83 亿元，同比增加 8.27 亿元。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	83.78	93.06	96.44	29.22	12.99
毛利（亿元）	24.12	27.40	35.95	15.11	4.43

⁴ 为保持口径一致性，2019 年以来营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
期间费用率 (%)	12.24	12.10	13.99	16.68	20.44
其中：财务费用率 (%)	1.19	1.20	1.34	1.07	5.35
全年利息支出总额 (亿元)	1.34	1.62	1.28	-	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	0.16	0.29	0.04	-	-

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

该公司对外投资较少，近年来产生的投资收益金额不大，2018-2020 年分别为 3,274.39 万元、115.31 万元和 244.95 万元，其中 2018 年金额相对较大主要系因溢价转让持有的万邦德医疗科技有限公司 10% 股权产生 3,100.00 万元投资收益。同期，公司营业外收入及其他收益合计金额分别为 1.17 亿元、1.23 亿元和 1.23 亿元，主要系确认的政府补助、研发及科技奖励金和税收、排污费返还款等，保持相对稳定。2021 年第一季度，公司确认投资收益 -65.75 万元；营业外收入及其他收益合计 0.32 亿元。整体看，公司盈利受主营业务以外其他因素影响较小。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资收益 (万元)	3,274.39	115.31	244.95	-67.75	-16.74
营业外收入及其他收益 (万元)	11,744.48	12,331.74	12,292.14	3,174.09	2,650.36
资产处置收益 (万元)	-254.84	-1,490.40	-85.91	-47.30	-1.33

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

2018-2020 年，该公司分别实现净利润 12.08 亿元、13.46 亿元和 18.24 亿元，逐年增长；总资产报酬率分别为 11.46%、13.13% 和 16.21%，净资产收益率分别为 16.49%、17.02% 和 20.51%，盈利能力持续提升。2021 年第一季度，公司净利润为 8.80 亿元，同比大幅增加 7.19 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

该公司以“做大做强”、“高质量发展”为战略方向，现已初步构建浮法玻璃原片、节能玻璃、光伏玻璃、电子玻璃和药用玻璃产业格局。浮法玻璃方面，公司将继续推进玻璃原片产品结构优化以及技术和品质提升计划，做强浮法玻璃产业。节能玻璃方面，公司持续推进在建生产线建设，扩大业务规模，提升盈利能力。光伏玻璃方面，公司把握光伏产业大发展时机，计划快速切入光伏玻璃领域，多项目计划投建。电子玻璃方面，投建的生产线经过较长时间试生产调试，已进入商业化运营，公司计划加强管理，保证项目达产。药用玻璃方面，公司推进现有素管及制瓶项目建设。

该公司未来资本性支出将主要围绕光伏玻璃新建和节能玻璃在建产能建设，以及浮法玻璃和光伏玻璃前端硅砂资源获取和生产基地建设。目前公司已有规划的重点项目预计总投资为 80.78 亿元，已累计投资金额为 9.50 亿元，按

照当前规划，2021年4-12月、2022年及2023年预计投资金额分别为26.79亿元、28.18亿元和11.01亿元。整体看，项目待投资金额大，公司未来面临较大的投融资压力。同时，鉴于投资重点在于光伏玻璃，需关注公司光伏玻璃所需超白硅砂资源的获取情况，以及未来光伏行业发展及光伏玻璃需求释放情况。

图表 19. 公司重点项目投资规划情况（单位：亿元）

投资方向	项目总预算	截至 2021 年 3 月末累计投资	未来投资计划		
			2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年
光伏玻璃	62.18	2.03	21.01	25.67	9.68
节能玻璃	10.33	5.67	2.04	1.59	1.03
硅砂	8.27	1.81	3.73	0.92	0.31
合计	80.78	9.50	26.79	28.18	11.01

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人未发生变化。为配合战略实施、业务开展和管理需要，公司组织结构发生一定变化。公司关联交易金额很小，对经营及财务不构成重大影响。

截至 2021 年 3 月末，福建旗滨集团有限公司（简称“福建旗滨”）持有该公司 25.36% 的股权，仍为公司的控股股东；自然人俞其兵直接持有公司 14.98% 的股权，另外通过直接和间接方式持有福建旗滨 100% 的股权，故俞其兵为公司实际控制人。

跟踪期内，该公司人事方面无重大变动。为配合战略实施、业务开展和管理需要，公司对职能部门进行新增及拆分，对部门职责范围进行了调整，截至 2021 年 5 月末公司共有职能部门 12 个，另设置了 6 个事业部，具体组织结构如附录二所示。

该公司关联方主要为控股股东福建旗滨及其下属公司、实际控制人俞其兵及其亲属，以及联营企业。根据审计报告所载，2018-2020 年公司与关联方因采购商品/接受劳务以及销售商品/提供劳务产生的关联交易金额较小。控股股东及实际控制人能够在融资担保和资金方面给予公司一定支持，2020 年公司偿还了相关担保借款，并偿还了福建旗滨提供的财务资助款，当年末关联担保余额为 0 亿元，应付款项余额降至 0.02 亿元。

图表 20. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）
关联采购	0.03	0.03	0.03
关联销售	0.003	0.0001	0.0003
关联担保（作为被担保方）	25.52	18.65	-
应收项目	-	-	-
应付项目	5.37	5.46	0.02

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2021 年 5 月 24 日）及主要核心子公司本部（截至 2021 年 4 月末）均不存在欠贷欠息事项。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2021 年 5 月末公司本部及主要核心子公司本部不存在被实施重大行政处罚及被列入经营异常或严重违法失信企业名单的情形。

财务

2020 年以来该公司债务持续缩减，同时得益于良好的经营积累，财务结构愈发稳健。公司业务创现能力较强，经营性流保持较大规模净流入状态。公司流动性指标虽有所提升，但因当前资产仍以非流动资产为主，负债则主要集中于流动负债，流动性表现仍偏弱。

1. 数据与调整

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年至 2020 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》和中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）及其他相关规定。

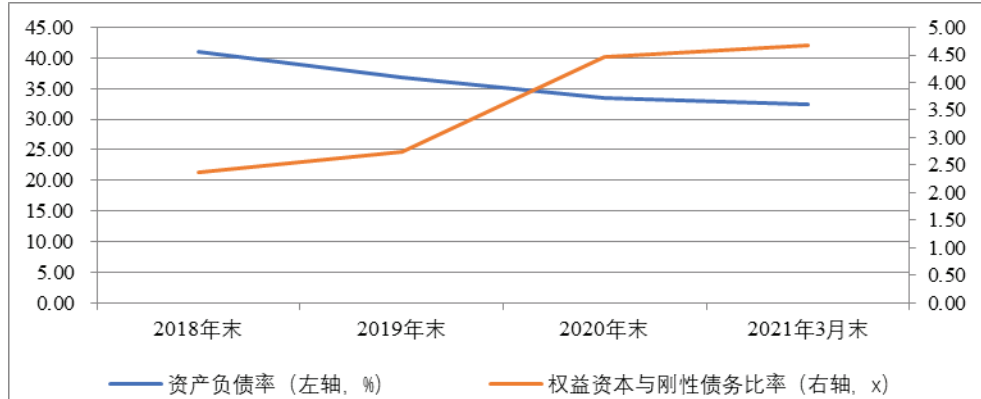
2018 年，该公司投资设立全资子公司醴陵旗滨电子玻璃有限公司，处置子公司漳州特玻 100% 股权。2019 年，公司投资设立全资子公司 2 家；另外，公司与由公司事业合伙人及其他关键管理人员共同投资设立的跟投平台出资成立了湖南旗滨医药材料科技有限公司，公司持股 69.20%，将其纳入合并范围；公司向金盛硅业增资 6,636.00 万元，取得其 80% 股权，故将其纳入合并范围，该合并事项系非同一控制下企业合并，未产生商誉。2020 年，公司共投资设立子公司 7 家。

因分析开展需要，本评级报告列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”，并将其中“应付利息”纳入刚性债务核算。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据旗滨集团所提供数据绘制。

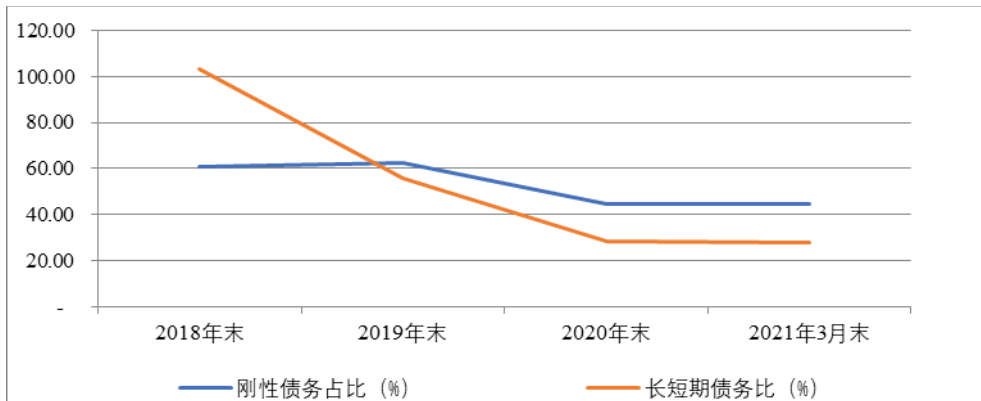
2017-2019 年末，该公司负债总额分别为 52.67 亿元、48.21 亿元和 47.88 亿元，主要因债务规模的收缩而持续减少。主要得益于经营积累，公司所有者权益持续增长，同期末分别为 75.70 亿元、82.45 亿元和 95.37 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 41.03%、36.90%和 33.42%，财务杠杆持续下降；权益资本与刚性债务比率分别为 2.38、2.75 和 4.47，持续提升，权益资本对刚性债务的覆盖能力很强。

2021 年 3 月末，主要因借款增加，该公司负债总额较年初增加 2.35 亿元至 50.23 亿元；利润留存带动股东权益增加 9.17 亿元至 104.55 亿元。同期末公司资产负债率进一步降至 32.45%，财务结构愈发稳健；权益资本与刚性债务比率升至 4.68。

随着新建项目的推进以及冷修技改的实施，该公司中短期内资本性支出将加大，公司或将匹配一定规模的外部融资，但鉴于公司经营积累能力较强，加之本次可转换公司债券转股后将对权益形成补充，或可在一定程度上抑制财务杠杆的上升。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	31.87	30.03	21.34	22.35
应付账款 (亿元)	7.03	5.45	9.75	10.60
其他应付款 (亿元)	3.18	2.27	3.10	3.12
应交税费 (亿元)	1.73	2.06	3.67	4.91
递延收益-非流动负债 (亿元)	6.36	5.83	5.28	5.12
刚性债务占比 (%)	60.51	62.29	44.57	44.49
应付账款占比 (%)	13.35	11.31	20.37	21.10
其他应付款占比 (%)	6.04	4.72	6.48	6.21
应交税费占比 (%)	3.28	4.28	7.66	9.77
递延收益-非流动负债 (%)	12.08	12.09	11.04	10.19

资料来源：根据旗滨集团所提供数据绘制。

注：上表中“占比”指占负债总额的比重。

债务构成方面,2020 年以来该公司刚性债务占负债总额的比重有所下降,2021 年 3 月末为 44.49%;除刚性债务外,公司负债主要由应付账款、其他应付款、应交税费和递延收益-非流动负债构成。应付账款主要系尚未结算或未达约定支付节点的材料和设备采购款,账龄集中于一年以内;2020 年以来因加大大宗材料战略储备及建设项目增加,应付账款有所增长。其他应付款主要系质保金和保证金以及限制性股票回购义务,近年来呈现小幅波动。应交税费持续增加,主要系因公司盈利增长,计提但尚未达缴付节点的企业所得税等税费增加所致。递延收益-非流动负债主要系政府补助,因按资产使用年限分摊或项目验收后结转其他收益或营业外收入而持续减少。

从负债期限结构来看,2018-2020 年末及 2021 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 103.07%、55.86%、28.43%和 27.80%,随着 2017 年配合节能玻璃生产线建设增加的长期债务融资的陆续到期及短期债务的增加,长短期债务比持续下降。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	11.71	18.90	16.40	16.90
其中：短期借款	4.90	9.38	12.68	12.10
一年内到期的长期借款	4.59	3.21	3.00	3.02
一年内到期的长期应付款	-	5.33	-	-
应付票据	2.15	0.83	0.69	1.74
应付利息	0.06	0.15	0.04	0.04
中长期刚性债务合计	20.16	11.13	4.94	5.45
其中：长期借款	14.83	11.13	4.94	5.45
长期应付款	5.33	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	4.13%	5.23%	4.98%	-

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2018-2020 年末，该公司刚性债务总额分别为 31.87 亿元、30.03 亿元和 21.34 亿元，逐年缩减。融资渠道方面，2017 年公司获得控股股东福建旗滨以其发行的 17 旗滨 EB 所募资金向公司提供的财务资助款 10.00 亿元⁵，公司于 2018 年偿还 4.67 亿元，剩余款项已于 2020 年内偿还。截至 2020 年末，公司刚性债务以银行借款为主，借款主体主要为下属子公司；借款类型以抵押和担保为主，信用借款较少，担保主要由公司本部向下属子公司提供。期限结构方面，2018-2020 年末公司中长期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 63.27%、37.07%和 23.15%，随着长期借款及长期应付款的到期及重分类，以及公司增加短期借款满足经营周转需要，占比持续下降。

2021 年 3 月末该公司刚性债务较年初增加 1.01 亿元至 22.35 亿元，债务结构未发生重大变化。

融资成本方面，根据该公司财务数据测算，2018-2020 年末公司综合融资成本⁶分别 4.13%、5.23%和 4.98%，2018 年因控股股东向公司提供的财务资助款利率低（根据 17 旗滨 EB 票面利率及承销费率综合计算⁷），当年资金成本较低；2019 年主要因 17 旗滨 EB 票面利率调高，公司融资成本有所上升；2020 年因归还财务资助款，并增加短期融资，综合融资成本有所回落。

图表 24. 公司 2021 年 3 月末借款融资利率区间与到期剩余期限结构（单位：亿元）

到期剩余期限 \ 融资利率区间	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
1%~2% (不含 2%)	0.78	-	-	-	-
2%~3% (不含 3%)	1.08	0.04	-	-	-

⁵ 入账“长期应付款”

⁶ 年化融资成本=全部利息支出/[当年末刚性债务余额+上年末刚性债务余额]/2]*100%。

⁷ 17 旗滨 EB 为三年期债券，第 1-3 年票面利率分别为 1%、1%和 6%，承销费率为 0.40%。

到期剩余期限 融资利率区间	1年以内	1~2年 (不含2年)	2~3年 (不含3年)	3~5年 (不含5年)	5年及以上
3%~4% (不含4%)	7.74	-	0.51	0.23	-
4%~5% (不含5%)	1.02	0.51	3.47	0.28	0.41
合计	10.61	0.55	3.98	0.51	0.41

资料来源：根据旗滨集团所提供数据绘制。

注：上表借款不包括票据贴现融资。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
营业周期(天)	42.63	42.26	55.51	-
营业收入现金率(%)	71.81	73.28	86.50	80.14
业务现金收支净额(亿元)	21.78	21.59	32.01	9.57
其他因素现金收支净额(亿元)	-1.11	-1.42	-0.83	-0.85
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	20.66	20.17	31.18	8.72
EBITDA(亿元)	23.79	26.86	32.07	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.73	0.87	1.25	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	17.73	16.61	25.08	-

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

注：1) 业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；2) 其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额；3) 营业周期根据存货和应收账款账面价值计算。

2018-2020年，该公司营业周期分别为42.63天、42.26天和55.51天，2020年有所延长主要系因公司增加战略备货，存货周转速度下降所致。公司玻璃原片销售占比大，回款基本为现款现货，由于部分采取票据结算，故营业收入现金率较低。公司业务现金流表现良好，2020年收支净额同比增加10.42亿元至32.01亿元。近年来其他因素对公司经营性现金流影响不大，经营性现金流维持净流入状态，主要因业务收支净额增长带动，2020年公司经营性现金净流量同比增加11.01亿元至31.18亿元。2021年第一季度，公司业务收支净额为9.57亿元（同比增加11.17亿元），经营性现金流净额为8.72亿元（同比增加11.11亿元）。

2018-2020年，该公司EBITDA分别为23.79亿元、26.86亿元和32.07亿元，随着盈利规模的扩大而逐年增长。得益于EBITDA的增长和刚性债务的缩减，2020年EBITDA对债务及其孳息的覆盖能力进一步优化。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.39	0.09	-	-
取得投资收益收到的现金	-	-	0.11	0.01
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-10.57	-7.14	-11.41	-3.07
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.45	-1.97	0.10	0.05
投资环节产生的现金流量净额	-8.73	-9.02	-11.20	-3.01

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

该公司投资活动现金流主要因玻璃主业相关项目投资支出而维持净流出状态。2018-2020 年及 2021 年第一季度，购建与处置固定资产、无形资产和其他长期资产产生的现金流量净额分别为-10.57 亿元、-7.14 亿元、-11.41 亿元和-3.07 亿元。同期其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为 1.45 亿元、-1.97 亿元、0.10 亿元和 0.05 亿元，其中 2018 年主要为生产线试生产收益，2019 年主要因结构性存款的办理而呈净流出状态，2020 年以来金额很小，对投资性现金流影响不大。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
权益类净融资额	-8.07	-7.78	-7.24	-
债务类净融资额	0.56	-1.93	-4.29	-0.29
其中：现金利息支出	-1.17	-1.45	-1.43	-0.20
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-6.39	-0.81	-4.46	-0.19
筹资环节产生的现金流量净额	-13.90	-10.51	-15.99	-0.47

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

注：现金利息支出以负数填列。

2018-2020 年，该公司吸收投资收到的现金金额不大，分别为 0 亿元、0.13 亿元和 0.66 亿元，其中 2020 年主要来源于跟投平台及子公司其他少数股东增资；因分配现金股利金额较大，同期权益类融资净额持续为负，分别为-8.07 亿元、-7.78 亿元和-7.24 亿元。2020 年因偿还借款及股东资助款，公司债务性融资及其他因素净流出规模较上年有所扩大。2021 年第一季度筹资环节产生的现金流量净额为-0.47 亿元。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产	金额 (亿元)	20.83	25.05	33.12	42.56
	在总资产中的比重	16.23%	19.18%	23.12%	27.50%
其中：货币资金 (亿元)		4.35	4.88	9.10	14.51
交易性金融资产 (亿元)		-	2.50	2.80	2.80
存货 (亿元)		7.05	6.73	10.07	12.97
其他流动资产 (亿元)		7.39	8.03	7.55	7.60
非流动资产	金额 (亿元)	107.54	105.60	110.13	112.22
	在总资产中的比重	83.77%	80.82%	76.88%	72.50%
其中：固定资产 (亿元)		83.39	84.22	81.18	84.75
在建工程 (亿元)		8.40	6.00	10.96	6.40
无形资产 (亿元)		8.24	8.71	10.40	11.45
其他非流动资产 (亿元)		4.01	3.54	3.88	5.26
期末全部受限资产账面金额 (亿元)		16.33	17.55	10.16	-
受限资产账面余额/总资产		12.72%	13.43%	7.09%	-

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

注：1) 上表固定资产不含固定资产清理和在建工程不含工程物资；2) 2021 年 3 月末因未统计，受限资产数据缺失。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司资产总额分别为 128.38 亿元、130.65 亿元、143.26 亿元和 154.78 亿元。资产以非流动资产为主，同期末所占比重分别为 83.77%、80.82%、76.88%和 72.50%，其中 2020 年以来主要因货币资金及存货增加，比重下降较为明显。

2020 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、存货和其他流动资产。其中，货币资金为 9.10 亿元，其中因作为汇票、贷款及复垦保证金受限金额为 0.69 亿元，受限比率为 7.58%。交易性金融资产为 2.80 亿元，系结存的保本型结构性存款。存货为 10.07 亿元，主要因战略备货增加，而较上年末增加 3.33 亿元；存货主要为原材料和库存商品，账面价值分别为 6.46 亿元和 3.53 亿元；公司每期末对存货进行全面清查并进行跌价准备的计提，2020 年针对原材料计提金额为 896.23 万元，当年转回或转销金额为 262.99 万元，当期末存货跌价准备余额为 0.14 亿元。其他流动资产为 7.55 亿元，主要包括留抵税额及在产品⁸。

2020 年末，该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。其中，固定资产为 81.18 亿元，较上年末减少 3.05 亿元，主要因折旧的计提及部分资产进行改良转入在建工程所致；其中房屋建筑物及机器设备账面价值分别为 43.67 亿元和 35.67 亿元。在建工程为 10.96 亿元，较上年末增加 4.96 亿元，主要系在建项目建设投入增加所致。无形资

⁸ 主要系玻璃熔窑内的玻璃液及锡槽内的锡液。

产为 10.40 亿元，较上年末增加 1.69 亿元，主要系土地使用权增加；2020 年末无形资产中土地使用权和砂矿采矿权账面价值分别为 9.43 亿元和 0.56 亿元。其他非流动资产为 3.88 亿元，其中预付的土地款、设备款和工程款分别为 2.64 亿元、0.95 亿元和 0.19 亿元。

2020 年末，该公司受限资产合计金额为 10.16 亿元（占总资产的比重为 7.09%）；受限资产除前述 0.69 亿元的受限货币资金外，还包括 8.38 亿元的固定资产和 1.09 亿元的无形资产，因作为借款抵押物而受限，受限比例分别为 10.32%和 10.46%。

2021 年 3 月末，该公司货币资金较年初增加 5.41 亿元至 14.51 亿元；因增加大宗材料储备及产成品增加，存货较年初增加 2.91 亿元至 15.63 亿元；因科目结转，固定资产和在建工程分别较年初增加 3.58 亿元和减少 4.56 亿元，至 84.75 亿元和 6.40 亿元。除上述科目外，其他资产科目较年初变化均不大。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	80.31	81.00	88.85	108.27
速动比率 (%) ⁹	51.65	55.60	60.05	73.03
现金比率 (%)	18.71	25.08	34.93	48.02

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 80.31%、81.00%、88.85%和 108.27%，速动比率分别为 51.65%、55.60%、60.05%和 73.03%，现金比率分别为 18.71%、25.08%、34.93%和 48.02%，上述各项流动性指标虽有所提升，但由于公司资产仍以非流动资产为主，负债则主要集中于流动负债，流动性表现仍相对较弱。

6. 表外事项

根据审计报告所载，截至 2020 年末该公司未向合并范围以外的企业提供担保。另外，公司亦不存在重大或有及诉讼事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

2014 年 7 月该公司本部浮法玻璃产能搬迁至子公司以来，本部主要承担管理和咨询及技术服务职能。2020 年末，公司本部资产总额为 92.17 亿元，主要包括货币资金（0.38 亿元）、其他应收款（13.27 亿元）和长期股权投资（77.86 亿元）组成。其中，其他应收款主要系拆借给子公司使用的资金，长期股权投资主要系持有的子公司股权。同期末，本部负债总额为 12.67 亿元，

⁹ 速动比率(%)=(期末流动资产合计-期末存货-期末预付账款-期末待摊费用)/期末流动负债合计×100%

主要包括刚性债务（0.50 亿元）和其他应付款（12.14 亿元）。2020 年度本部实现营业收入 0.73 亿元，主要系向子公司收取的商标使用费（按照子公司收入的 0.80%收取）；实现净利润 9.50 亿元，主要来源于持有子公司股权产生的投资收益；经营活动产生的现金流量净额为 0.80 亿元。整体看，公司本部债务规模很小，债务偿付压力小；公司本部拆借给子公司使用的资金秉持“谁用谁还”的原则，鉴于公司本部对子公司资金统筹控制力较强，可为偿债资金的调度提供一定保障。

外部支持因素

1. 金融机构支持

该公司与金融机构建立了良好的合作关系，能得到金融机构的信贷支持。2021 年 3 月末，公司获得银行授信总额 66.41 亿元，未使用的授信额度为 45.51 亿元，后续尚有一定融资空间¹⁰。

图表 30. 银行信贷支持

机构类别	贷款授信	未使用授信	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	66.41	45.51	1.31%-4.65%	担保为主、抵押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.34	-	2.44%	担保+抵押
工农中建交五大商业银行（亿元）	30.83	15.60	2.39%-4.65%	担保为主、抵押
其中：政策性银行及五大商业银行占比	46.94%	34.29%	-	-

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券为可转换公司债券，转股标的为该公司 A 股股票，转股期限自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至可转债到期日止，即 2021 年 10 月 15 日至 2027 年 4 月 8 日，初始转股价格为 13.15 元/股，因 2021 年 6 月 18 日发生派送现金股利情况，转股价格已调整为 12.80 元/股。

在本次债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款、有条件回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在转股期内，公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）未转股余额不足 3,000 万元时。

¹⁰ 外币授信额度根据 2021 年 3 月末汇率中间价折算，其中美元兑人民币按 6.5713，林吉特兑人民币按 1.5834 折算。

关于有条件回售条款，在本次债券最后 2 个计息年度，如果该公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，债券持有人有权将其持有的全部或部分债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次债券存续期内，若本次债券募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，债券持有人享有一次回售的权利。

跟踪评级结论

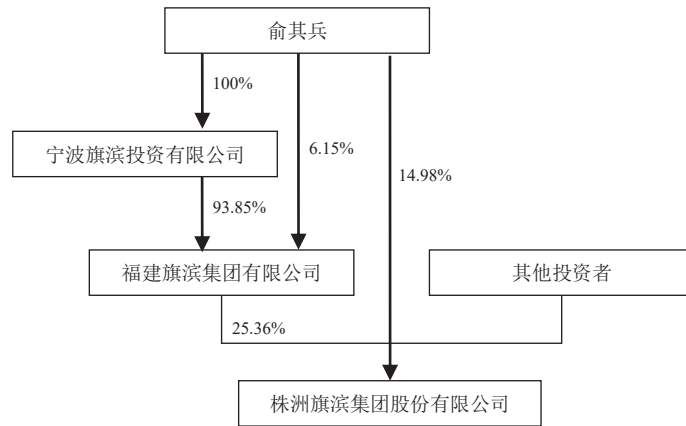
跟踪期内该公司核心主业仍为浮法玻璃业务，规模优势较突出。公司拥有较丰富的硅砂资源，浮法玻璃原料保供、产品品质及成本控制能力相对较强。随着节能玻璃生产线的陆续投产，节能玻璃业务规模快速扩张。得益于浮法玻璃价格上涨及节能玻璃产销量增长，2020 年以来公司收入保持增长，加之纯碱及燃料采购价格下降，产品利润空间扩大，公司盈利实现较大幅度增长。公司海外业务受新冠疫情等因素影响，效益仍较差，关注后续经营改善情况。公司当前在建拟建项目较多，待投资金额大，未来资本性支出将加大。因投资重点在于光伏玻璃领域，未来行业趋势及公司原料资源获取情况将直接影响后续业务的开展，关注业务拓展风险。

2020 年以来该公司债务持续缩减，同时得益于良好的经营积累，财务结构愈发稳健。公司业务创现能力较强，经营性流保持较大规模净流入状态。公司流动性指标虽有所提升，但因当前资产仍以非流动资产为主，负债则主要集中于流动负债，流动性表现仍偏弱。

同时，我们仍将持续关注：（1）浮法玻璃行业后续供需平衡情况及浮法玻璃价格走势；（2）浮法玻璃原燃料未来走势及对该公司盈利水平的影响；（3）公司未来业务拓展情况及项目投融资安排；（4）公司海外子公司未来经营改善情况。

附录一：

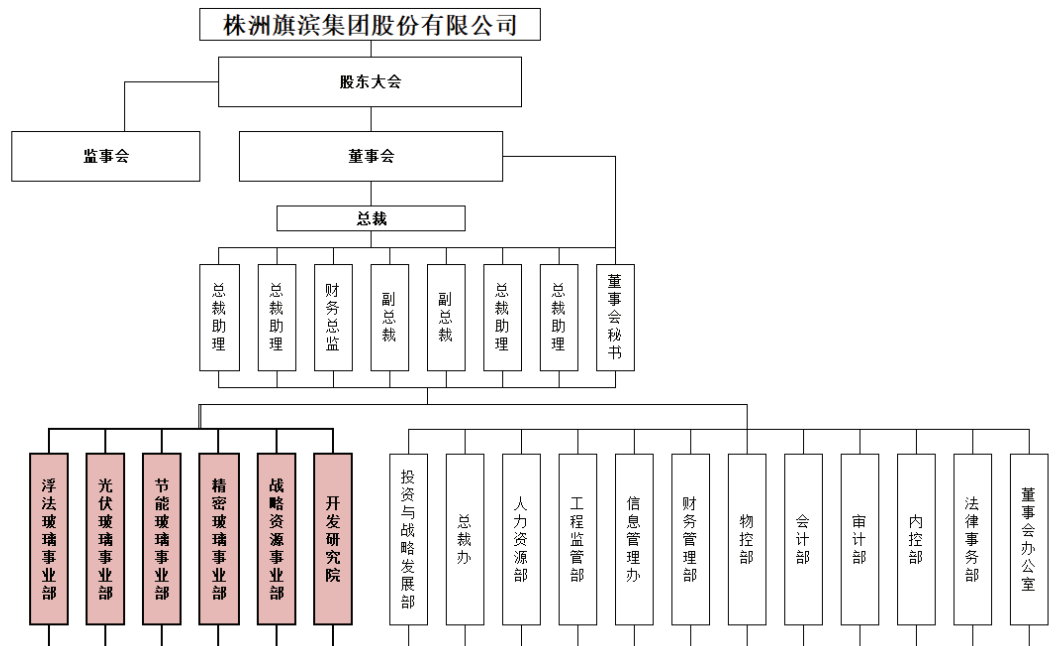
公司与实际控制人关系图



注：根据旗滨集团提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据旗滨集团提供的资料绘制（截至 2021 年 5 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
福建旗滨集团有限公司	福建旗滨	控股股东	-	玻璃制造、房地产开发	21.37	99.90	98.57	17.35	29.85	
株洲旗滨集团股份有限公司	旗滨集团	本级	-	-	0.50	79.50	0.73	9.50	0.80	本部口径
漳州旗滨玻璃有限公司	漳州旗滨	子公司	100.00	浮法玻璃制造	2.98	24.43	23.98	5.43	7.77	间接持股
河源旗滨硅业有限公司	河源硅业	子公司	100.00	浮法玻璃制造	0.80	6.88	8.47	1.76	1.94	合并口径
株洲醴陵旗滨玻璃有限公司	株洲旗滨	子公司	100.00	浮法玻璃制造	4.82	19.06	18.21	4.17	2.87	
绍兴旗滨玻璃有限公司	绍兴旗滨	子公司	100.00	浮法玻璃制造	1.03	4.88	6.63	3.60	0.34	
旗滨集团(马来西亚)有限公司	马来西亚旗滨	子公司	100.00	浮法玻璃制造	3.75	2.64	3.96	0.29	0.71	间接持股
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	郴州旗滨	子公司	100.00	浮法玻璃制造	2.03	9.04	6.33	1.37	1.01	
浙江旗滨节能玻璃有限公司	浙江节能	子公司	100.00	节能玻璃制造	0.44	1.53	4.21	0.30	0.66	
湖南旗滨节能玻璃有限公司	湖南节能	子公司	100.00	节能玻璃制造	0.69	1.03	2.14	0.07	0.42	
广东旗滨节能玻璃有限公司	广东节能	子公司	100.00	节能玻璃制造	0.50	1.54	3.78	0.25	0.75	间接持股
南方节能玻璃(马来西亚)有限公司	南方节能	子公司	100.00	节能玻璃制造	1.38	0.61	0.91	0.10	0.27	

注：根据旗滨集团2020年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额[亿元]	128.38	130.65	143.26	154.78
货币资金[亿元]	4.35	4.88	9.10	14.51
刚性债务[亿元]	31.87	30.03	21.34	22.35
所有者权益[亿元]	75.70	82.45	95.37	104.55
营业收入[亿元]	83.78	93.06	96.44	29.22
净利润[亿元]	12.08	13.46	18.24	8.80
EBITDA[亿元]	23.79	26.86	32.07	-
经营性现金净流入量[亿元]	20.66	20.17	31.18	8.72
投资性现金净流入量[亿元]	-8.73	-9.02	-11.20	-3.01
资产负债率[%]	41.03	36.90	33.42	32.45
权益资本与刚性债务比率[%]	237.52	274.57	446.90	467.81
流动比率[%]	80.31	81.00	88.85	108.27
现金比率[%]	18.71	25.08	34.93	48.02
利息保障倍数[倍]	10.91	10.52	17.36	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	42.63	42.26	55.51	-
毛利率[%]	28.79	29.44	37.28	51.70
营业利润率[%]	16.10	16.99	21.75	34.66
总资产报酬率[%]	11.46	13.13	16.21	-
净资产收益率[%]	16.49	17.02	20.51	-
净资产收益率*[%]	16.49	17.04	20.61	-
营业收入现金率[%]	71.81	73.28	86.50	80.14
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	90.13	70.95	91.42	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	21.89	22.11	41.58	-
EBITDA/利息支出[倍]	17.73	16.61	25.08	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.73	0.87	1.25	-

注：表中数据依据旗滨集团经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	3
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	4
		负债结构与资产质量	1
		流动性	5
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA ⁺

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级		历史首次评级	2020年11月3日	AA ⁺ /稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021年6月29日	AA ⁺ /稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	旗滨转债	历史首次评级	2020年11月3日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021年6月29日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。