



内部编号: 2024060282

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

定期跟踪评级报告

分析师: 覃斌 李以八 qb@shxsj.com
何婕好 何婕好 hejieyu@shxsj.com

评级总监: 张明海 张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

声明

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调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100191】

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+/2024年6月24日

前次跟踪：AA+/稳定/AA+/2023年6月26日

首次评级：AA+/稳定/AA+/2020年11月3日



跟踪评级观点

主要优势：

- 业务规模优势。旗滨集团系我国浮法玻璃龙头企业之一，规模优势明显，在我国华东、华中和华南地区市场份额高；经过近年来的市场开拓，公司节能玻璃业务市场占有率有所提升。跟踪期内，公司多个光伏玻璃项目投产，该业务规模已居行业前列。
- 硅砂资源储备较丰富，原料保供能力较强。旗滨集团硅砂资源储备较丰富，浮法及光伏玻璃生产所需硅砂自给率较高，公司硅砂基地距浮法及光伏玻璃生产线距离较近，物料保供能力较强，且具有一定的物流成本优势，有利于玻璃成本和品质的把控。
- 即期债务偿付压力较小。旗滨集团刚性债务规模虽持续增长，但增量债务集中于中长期，当前债务期限结构合理，短期债务规模不大。公司存量货币资金较充裕，且债务及股权融资渠道较为畅通，整体看公司即期偿债压力较小。

主要风险：

- 浮法玻璃需求下滑及成本传导风险。在房地产开发投资明显放缓的背景下，未来建筑玻璃需求总量或将承压，浮法玻璃行业结构性过剩矛盾将进一步加深。当前玻璃库存较高，若后续需求不济，玻璃价格或将持续下行，行业企业将面临一定的成本传导压力。
- 投融资压力及业务拓展风险。旗滨集团当前在建及拟建项目待投资金额较大，未来中短期内仍将面临资本性支出压力，公司债务性融资或将加大。相关项目投产后产能释放情况亦有待关注。
- 海外业务风险。旗滨集团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。跟踪期内，公司海外浮法及节能玻璃业务盈利能力有所下滑，关注后续改善情况。

跟踪评级结论

通过对旗滨集团主要信用风险要素及影响旗滨转债偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA+，评级展望稳定，并维持旗滨转债 AA+ 信用等级。

未来展望

本评级机构预计旗滨集团信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 主导产品下游需求显著下滑，致使公司经营业绩显著承压；
- ② 公司近年来重点投入的主要新建项目后续实际经营状况显著不及预期；
- ③ 公司债务大幅增长，所有者权益补充不足，以致财务杠杆显著上升。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司产能大幅增加，产能释放情况良好，带动经营业绩及现金流状况显著优化；
- ② 公司权益资本实力显著增强，财务杠杆显著下降，财务结构稳健。

主要财务数据及指标

项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金[亿元]	5.22	0.50	1.15	1.17
刚性债务[亿元]	11.95	12.60	13.22	13.41
所有者权益[亿元]	90.08	97.40	103.37	102.78
经营性现金净流入量[亿元]	1.05	-0.92	-0.33	-0.002
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	209.48	244.34	319.15	336.50
总负债[亿元]	74.44	115.09	169.82	183.30
刚性债务[亿元]	32.50	68.36	110.65	126.82
所有者权益[亿元]	135.05	129.25	149.33	153.20
营业收入[亿元]	145.73	133.13	156.83	38.57
净利润[亿元]	42.21	13.24	17.22	4.70
经营性现金净流入量[亿元]	50.73	5.68	15.43	-3.17
EBITDA[亿元]	60.36	26.84	35.05	-
资产负债率[%]	35.53	47.10	53.21	54.47
权益资本与刚性债务比率[%]	415.59	189.06	134.96	120.80
流动比率[%]	189.87	133.95	134.71	138.21
现金比率[%]	116.99	66.03	62.41	53.64
利息保障倍数[倍]	45.82	9.13	7.10	-
净资产收益率[%]	36.68	10.02	12.36	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	122.88	11.03	24.72	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	50.89	-24.46	-27.00	-
EBITDA/利息支出[倍]	55.14	15.48	11.28	-
EBITDA/刚性债务[倍]	2.24	0.53	0.39	-

注：根据旗滨集团经审计的2021-2023年及未经审计的2024年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG因素	/
		③表外因素	/
	④其他因素	/	
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别		AA ⁺	

调整因素：（/）

支持因素：（/）

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26755&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023年建材行业信用回顾与2024年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29953&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 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”、本次债券或本次可转换公司债券）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据株洲旗滨集团股份有限公司（简称“旗滨集团”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 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。募集资金投向为：4.50 亿元（未扣除发行费用，下同）用于偿还银行借款；10.50 亿元用于 3 个项目投资（具体如图表 1 所示）。截至 2024 年 3 月末，公司已累计使用募集资金 13.87 亿元，其中 4.50 亿元已用于偿还银行贷款，9.37 亿元已用于项目投资。根据公司于 2024 年 5 月 22 日发布的《关于“旗滨转债”2024 年第一次债券持有人会议决议公告》，债券持有人会议审议通过了《关于部分募集资金投资项目结项和变更部分募集资金用途并永久补充流动资金的议案》，公司剩余的募集资金 11,466.90 万元（含利息，具体金额以结转当日募集资金专户实际余额为准）用于永久补充流动资金。截至 2024 年 5 月末，上述项目中长兴节能项目及天津节能项目已投产，湖南项目已终止。

图表 1. 截至 2024 年 3 月末旗滨转债募集资金使用情况（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（简称“长兴节能项目”）	长兴旗滨节能玻璃有限公司	6.56	4.20	4.15
天津旗滨节能玻璃有限公司节能玻璃生产基地项目（简称“天津节能项目”）	天津旗滨节能玻璃有限公司	5.73	4.80	4.80
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（简称“湖南节能二期项目”）	湖南旗滨节能玻璃有限公司	1.82	1.50	0.42
偿还银行借款	旗滨集团	4.50	4.50	4.50
合计	-	18.61	15.00	13.87

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

截至 2024 年 3 月末，累计已有 139.30 万元旗滨转债转股，转股数量为 11.00 万股。该公司除本次债券外，未发行其他债券，截至同期末公司存续债券待偿还本金余额为 14.99 亿元。

图表 2. 截至 2024 年 3 月末公司存续债券情况

债券简称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率/当期利率（%）	起息日	到期日	待偿还本金余额（亿元）	本息兑付情况
旗滨转债	15.00	6	0.20/0.60	2021-04-09	2027-04-09	14.99	付息正常

注：根据公开资料整理、绘制。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2021 年至 2023 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。2021 年 1 月 1 日起公司执行财政部于 2018 年修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》。公司财务报表的编制遵循财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）的要求，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”。

2021年，该公司投资设立子公司7家。2022年公司收购彝良永昌矿电开发投资有限公司100%的股权，将其纳入合并范围；另外，当年公司投资设立6家子公司，注销子公司1家。2023年公司投资设立子公司10家。整体看，公司上述合并范围变化对数据可比较性的影响较小。

2. 业务

跟踪期内，该公司仍主要从事建筑用浮法玻璃和节能玻璃的生产销售，公司浮法玻璃业务规模优势明显，市场地位较突出；得益于多个新建项目的投产，公司光伏玻璃业务规模显著扩大，带动营业收入增长；公司其他功能玻璃业务尚处于拓展阶段。得益于原燃料价格下降及光伏玻璃业务拓展，公司利润规模实现增长，盈利能力略有提升。公司在建项目待支付建设款项金额较大，未来中短期内仍将面临投融资压力。

(1) 外部环境

宏观因素

2023年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。2023年制造业、基础设施建设投资增速均明显回落，房地产投资仍负增长；基建投资稳增长的功能持续，增发国债各批次项目的落地有望促进基础设施建设投资平稳较快增长；“三大工程”建设的推进有利于房地产投资降幅收窄，但房地产行业正处发展模式转变过程中，房地产投资仍疲弱。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计2024年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》。

行业因素

建筑玻璃需求与房地产行业高度相关，2023年受房地产行业低迷影响，我国房屋新开工及开复工规模虽保持较大跌幅，但在保交付政策要求下，竣工端有所恢复，对玻璃即期需求形成一定支撑。供给端方面，平板玻璃新增产能限制性政策持续，近年来行业产能置换相对较少，行业有效产能主要受生产线冷修停/复产影响，2023年行业产能开工率整体低于上年水平，受此影响，当年平板玻璃产量同比减少4.29%至9.69亿重量箱。价格方面，由于玻璃行业供给有所缩减，加之房地产端需求释放，玻璃库存有所消纳，价格有所回升，以4.8-5.0mm浮法平板玻璃市场价格为例，2023年玻璃价格中枢约为100元/重量箱，同比上涨约5%。成本端方面，重油和石油焦2023年价格整体呈下行走势，以百川盈孚石油焦价格为例，全年价格中枢约为2,450元/吨，同比下降约45%；天然气价格走势大体与石油焦趋同，但冬季用气高峰价格出现背离，全年价格中枢约为4,800元/吨，同比下降约30%；2023年纯碱价格波动幅度显著大于上年，玻璃生产企业采购环节价格风险控制压力加大。行业利润方面，2023年玻璃价格恢复性上涨，同时燃料价格重心回落，行业盈利能力逐步恢复，但全年利润同比或仍有所下降。

展望2024年，房地产保交付政策在中短期内尚可对建筑玻璃需求形成支撑，但生产线冷修复产叠加在产生产线推迟冷修，开工率或将上升，行业或将面临一定的供需平衡压力。行业企业其他类型玻璃业务的拓展将持续，资本性支出仍较大；且在双碳背景下，建筑玻璃行业将加大减碳降耗方面的资本投入。

详见：《2023年建材行业信用回顾与2024年展望》。

(2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
营业收入合计	145.73	133.13	156.83	38.57
其中：（1）浮法玻璃	105.87	87.14	90.66	17.23
在营业收入中所占比重（%）	72.65	65.46	57.81	44.68
（2）节能玻璃	20.72	25.71	27.81	5.18
在营业收入中所占比重（%）	14.22	19.32	17.74	13.44
（3）超白光伏玻璃	-	15.93	34.12	15.29
在营业收入中所占比重（%）	-	11.97	21.75	39.64
（4）其他功能玻璃	19.16	2.58	2.37	0.57
在营业收入中所占比重（%）	13.15	1.94	1.51	1.49
综合毛利率（%）	50.24	21.22	24.99	26.09
其中：（1）浮法玻璃（%）	54.02	22.98	27.20	36.11
（2）节能玻璃（%）	41.02	21.22	20.73	11.83
（3）超白光伏玻璃（%）	-	8.08	21.55	19.41
（4）其他功能玻璃（%）	36.63	25.82	8.80	-4.13

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制；上表 2022 年数据根据 2023 年分类方法调整列示，2021 年数据未按照同口径进行调整。

2021-2023 年，该公司分别实现营业收入 145.73 亿元、133.13 亿元和 156.83 亿元，2023 年同比增长 17.80%，主要受光伏玻璃收入增长拉动。构成方面看，2023 年公司传统建筑玻璃业务收入小幅回升，浮法玻璃及节能玻璃收入分别同比微增 4.04%和 8.17%，二者收入合计占营业收入的 75.55%；得益于新建的光伏玻璃生产线陆续投产，公司光伏玻璃收入同比大幅增长 114.14%，其收入贡献度升至 21.75%；其他功能玻璃主要包括电子玻璃和药用玻璃，收入同比下降 8.10%。同期，公司综合毛利率分别为 50.24%、21.22%和 24.99%，2023 年主要因原燃料价格同比有所下降，公司浮法玻璃毛利率有所回升，叠加产能释放因素，光伏玻璃毛利率提升较大；节能玻璃毛利率同比基本持平；其他功能玻璃主要因产品价格下跌影响毛利率同比大幅下降。

2024 年第一季度，该公司建筑玻璃销量同比下滑，但因价格同比上涨，收入降幅不大，得益于光伏玻璃产能释放，公司营业收入同比增长 7.26%至 38.57 亿元；主要因浮法玻璃毛利率提升，当期公司综合毛利率同比上升 12.68 个百分点至 26.09%。

① 经营状况

玻璃生产线情况

截至 2024 年 3 月末，该公司共拥有建筑浮法玻璃生产线 24 条，合计日熔化量达 16,600 吨/天，具体情况详见图表 4。跟踪期内公司下属绍兴旗滨产能搬迁新老产能过渡顺利，在役产能变化主要受下属河源硅业、长兴旗滨、醴陵旗滨共计 3 条生产线冷修影响，2023 年上述生产线停产时间为 4-5 个月，当年公司生产线在产日均熔化量¹合计 15,833 吨/天，同比微降（2022 年为 16,067 吨/天）。

图表 4. 截至 2024 年 3 月末公司已建成建筑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”）	1	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
合计	24	16,600

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

节能玻璃方面，该公司于浙江绍兴、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，主要依托自身浮法玻璃原片生产线进行产能布局，2018 年起上述生产线开始陆续投运。2023

¹ 根据生产线设计日熔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。

年及 2024 年第一季度公司在役节能玻璃产能变化不大。2024 年 3 月及 5 月公司下属浙江旗滨节能玻璃有限公司产能搬迁，新产线计划 6 月投入生产。

光伏玻璃方面，2022 年以来该公司在建的压延法光伏玻璃生产线陆续投产，2023 年公司位于福建漳州、浙江宁波和马来西亚的共计 5 条光伏压延玻璃生产线投产，窑炉日融化量合计 6,000 吨/天，2024 年第一季度无新建生产线投产；截至 2024 年 3 月末，公司共有 6 条光伏压延玻璃及 1 条光伏浮法玻璃生产线投运，日融化量合计分别为 7,200 吨/天和 1,000 吨/天。2024 年 5 月公司位于马来西亚的 1 条 1,200 吨/天光伏浮法玻璃生产线和云南昭通 1 条日融化量为 1,200 吨/天的光伏压延玻璃生产线点火。公司另有 2 条光伏压延玻璃生产线处于筹建状态，日融化量合计 2,400 吨/天。

电子玻璃方面，跟踪期内该公司醴陵电子玻璃二期项目（设计产能 65 吨/天）于 2023 年 1 月正式投入商业运营，下属绍兴旗滨电子玻璃有限公司 2 条设计产能分别为 150 吨/天和 65 吨/天的生产线分别于 2023 年 11 月和 2024 年 2 月点火，截至 2024 年 3 月末尚处试生产阶段，当期末公司已投产电子玻璃生产线共 2 条，总产能为 130 吨/天；公司另有 2 条电子玻璃生产线（合计产能 215 吨/天）尚在建设阶段。药用玻璃方面，跟踪期内公司下属湖南旗滨医药材料科技有限公司二期项目（设计产能 40 吨/天）于 2023 年 5 月正式投入商业运营，截至 2024 年 3 月末已投运药用玻璃生产线共 2 条，日融化量合计 65 吨/天，拟建生产线 2 条，产能合计 100 吨/天。

生产及销售

2021-2023 年，该公司浮法玻璃原片产量分别为 12,005.47 万重量箱、10,933.00 万重量箱和 11,035.00 万重量箱，2023 年在役产能同比变化不大，产量较上年基本持平。同期，公司浮法玻璃原片销售量分别为 11,892.23 万重量箱、10,803.00 万重量箱和 11,402.00 万重量箱，产销率保持在高水平；销售均价分别为 113.82 元/重量箱、90.10 元/重量箱和 90.18 元/重量箱，受行业供给增加及需求较弱影响，2022 年价格同比下降 20.83%，2023 年玻璃价格前低后高，公司当年销售均价同比持平。公司浮法玻璃原片销售结算模式主要为现款现货，赊销较少。2024 年第一季度，公司浮法玻璃原片产量同比微降 4.55%，受下游房地产竣工端表现不济，销量同比下降 20.43%，库存有所增长；当期玻璃价格虽有所下降，但整体高于上年同期水平，公司浮法玻璃原片销售均价为 91.95 元/重量箱，同比上涨 11.39%。

图表 5. 公司浮法玻璃原片产量及库存情况

指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年第一季度（末）
产量（万重量箱）	12,005.47	10,933.00	11,035.00	2,745.00
销量（万重量箱）	11,892.23	10,803.00	11,402.00	2,127.00
库存量（万重量箱）	580.69	614.00	242.00	859.00
产销率	99.06%	98.81%	103.33%	77.48%
销售均价（元/重量箱）	113.82	90.10	90.18	91.95

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制；上表 2021 年数据包含浮法光伏玻璃，2022 年以来不纳入统计。

该公司节能玻璃产品包括镀膜玻璃和中空玻璃等深加工玻璃产品。节能玻璃产品具有较强的定制化特征，需根据销售计划组织生产。公司销售主要采用直销方式，向工程项目直供定制化产品，同时也以经销方式销售通用性较强、可后期加工的工程大板产品。工程项目直供产品一般先预收部分定金，之后根据项目执行进度按月或批次（或二者结合）结算货款，尾款一般在最后一批产品发货前支付，供货回款期限一般为 60 天左右；工程大板产品销售通常以现款为主。通过协调定制化产品及工程大板产品的销售，公司可在一定程度上对业务现金流进行把控和调节，并可提高产线运营效率，摊薄运营成本。2023 年公司节能玻璃产销量同比持平；2024 年第一季度受房地产端需求下滑影响，产销量分别同比下滑 18.70%和 28.12%。

图表 6. 公司节能玻璃产销量及库存情况

指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年第一季度（末）
产量（万平方米）	3,335.00	3,910.00	3,843.00	852.00
销量（万平方米）	3,260.00	3,895.00	3,919.00	703.00
库存量（万平方米）	150.00	165.00	87.00	236.00

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

该公司光伏压延玻璃生产线于 2023 年集中投产，主要生产当前单玻及双玻光伏组件普遍使用的 3.2mm 和 2.0mm 光伏玻璃，当年公司光伏玻璃产销量同比大幅增长 178.67%和 201.98%；随着生产爬坡，2024 年第一季度产销量增幅达到 319.84%和 244.99%。公司光伏玻璃客户主要为光伏组件商，销售账期通常为 2 个月，结算方式以承

兑票据为主。公司电子玻璃产品类型主要包括屏幕保护玻璃、屏幕盖板玻璃和汽车车用玻璃，主要应用于消费电子、车载/车用、触控显示等领域。得益于新生产线的正式投运，2023 年产量分别较上年增长 59.85%和 8.49%至 2,483.80 万平方米和 1,598.16 万平方米。公司电子玻璃产能扩张，但因尚处销售拓展阶段，跟踪期内产销率下降，库存量相对较大。公司药用玻璃产品主要包括各规格安瓿管和西林瓶，下游客户包括制瓶企业和药企。得益于新生产线的正式投运，公司药用玻璃产量有所提升，2023 年生产西林瓶 2,515.00 万支，同比增长 15.63%，生产安瓿管 5,340.00 吨，同比增长 63.90%；2024 年第一季度公司未生产西林瓶，生产安瓿管 1,261.00 吨，同比增长 25.72%。跟踪期内公司安瓿管产量增幅较大，但销路尚未真正打开，库存量大幅增加。

图表 7. 公司光伏玻璃产销量及库存情况

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年第一季度（末）
产量（万平方米）	7,159.00	19,950.00	11,390.30
销量（万平方米）	6,427.00	19,408.00	9,873.64
库存量（万平方米）	931.00	1,347.00	2,683.77

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

从该公司主营业务收入的区域构成方面看，2021-2023 年华东、华南及华中地区收入合计分别为 131.95 亿元、112.11 亿元和 131.07 亿元，占主营业务收入的比重分别为 91.23%、85.29%和 84.50%。同期，海外业务收入分别为 8.88 亿元、13.24 亿元和 14.99 亿元，占主营业务收入的比重分别为 6.14%、10.07%和 9.67%；其中 2022 年海外经营形势优于国内，收入增幅较大，收入贡献有所上升，2023 年则略有回落。

原燃料自给及采购情况

硅砂、纯碱、重油、石油焦和天然气为玻璃生产主要原燃料。近年来，该公司持续扩充硅砂资源储备，截至 2024 年 3 月末公司已投产的硅砂基地共计 6 个，位于漳州、河源、郴州、醴陵以及马来西亚；上述基地硅砂保有储量合计达 10,786.48 万吨，资源储备较为丰富。2021-2023 年，公司硅砂自给率²分别为 55.63%、49.65%和 72.11%，2023 年得益于郴州基地硅砂产量上升，自给率大幅提升。2023 年以来外购硅砂价格虽有所上涨，但得益于硅砂自给率的提升，其对公司生产成本的影响较小。

该公司本部开展纯碱、重油及石油焦的集中采购，可享受一定批量采购价格优惠。公司对原燃料价格走势进行研究分析，在价格低谷时适当进行战略采购，以降低采购价格风险。2023 年，公司纯碱、重油和石油焦采购价格同比分别下降 5.19%、7.56%和 15.65%，天然气价格同比微升 5.50%；2024 年第一季度，纯碱、重油和天然气价格同比下降 20.57%、12.14%和 6.25%，石油焦价格上涨 7.90%。整体看，跟踪期内公司玻璃生产原燃料成本有所下降。

图表 8. 公司原材料采购价格情况（单位：元/吨、元/立方米）

项目	硅砂	纯碱	重油	石油焦	天然气
2021 年	295.40	2,020.70	2,908.27	1,529.54	2.16
2022 年	233.31	2,500.32	4,337.69	2,108.98	2.71
2023 年	292.56	2,370.57	4,009.73	1,778.87	2.85
2024 年第一季度	301.00	2,016.00	3,806.00	1,680.00	3.00

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制；硅砂仅统计外部采购数据。

海外业务情况

该公司于马来西亚投资建立了浮法玻璃、节能玻璃及光伏玻璃生产线。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 月点火，9 月正式投入商业运营。马来西亚旗滨部分生产所需硅砂部分自供，生产所需纯碱主要采购自美国，天然气主要由当地供应，其他辅料及备件主要采购自国内。马来西亚旗滨所产浮法玻璃主要出口韩国、印度、菲律宾、柬埔寨、印尼和越南等国。2021-2023 年马来西亚旗滨分别实现营业收入 5.21 亿林吉特、7.04 亿林吉特和 5.71 亿林吉特（折人民币 7.96 亿元、11.10 亿元和 8.81 亿元³），净利润分别为 1.35 亿林吉特、1.97 亿林吉特和-0.04 亿林吉特（折人民币 2.07 亿元、3.11 亿元和-0.06 亿元）。

² 以自供量和外采量为依据估算，公式为：自给率=自供量/（自供量+外采量）*100%。

³ 折算数据根据林吉特兑人民币年未汇率中间价计算，同比根据本位币数据计算，下同。2021-2023 年末林吉特兑人民币汇率中间价分别为 1.5266、1.5772 和 1.5415。

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，并于 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，目前产品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。2021-2023 年南方节能分别实现营业收入 1.29 亿林吉特、1.54 亿林吉特和 1.67 亿林吉特（折人民币 1.97 亿元、2.44 亿元和 2.58 亿元），净利润分别为-0.15 亿林吉特、0.12 亿林吉特和 0.06 亿林吉特（折人民币-0.23 亿元、0.19 亿元和 0.09 亿元）。

该公司下属沙巴旗滨光伏新材料（马来西亚）有限公司（简称“马来光伏”）于马来西亚沙巴州的 1 条日熔化量为 1,200 吨/天的光伏压延玻璃生产线于 2023 年 10 月点火，目前尚处生产爬坡期。

整体看，2023 年该公司海外浮法玻璃及节能玻璃业务盈利能力整体有较大程度下滑，而光伏玻璃业务尚处开展初期，后续经营情况有待关注。

投资规划

围绕现有业务，该公司未来将保持较大规模的投资力度。截至 2024 年 3 月末，公司已立项的重大在建及拟建项目概算投资额合计 101.76 亿元，其中光伏玻璃及下游项目待投资规模较大；项目已累计投资金额为 54.23 亿元，按照当前规划，2024 年 4-12 月、2025 年及 2026 年预计投资金额分别为 26.18 亿元、13.25 亿元和 7.60 亿元，公司中短期内投融资压力大。

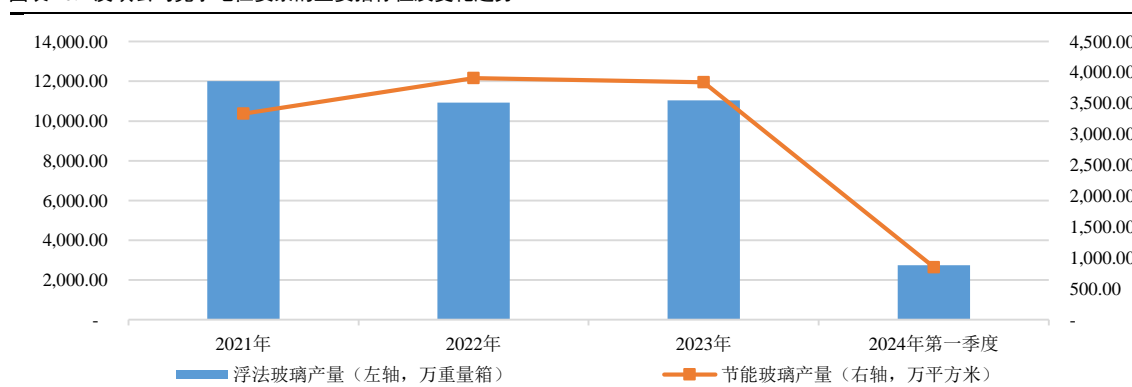
图表 9. 公司主要在建及拟建项目投融资规划（单位：亿元）

投资方向	项目总预算	截至 2024 年 3 月末累计投资	未来投资计划		
			2024 年 4-12 月	2025 年	2026 年
浮法玻璃	8.23	2.43	2.64	1.92	1.24
光伏玻璃及光伏下游	80.77	44.86	19.74	9.71	5.96
电子玻璃	12.76	6.94	3.79	1.62	0.40
其他	6.84	1.56	2.65	1.65	0.25
合计	101.76	54.23	26.18	13.25	7.60

注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制；项目总预算为各项目披露的可研投资额，不含铺底流动资金。

② 竞争地位

图表 10. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制。

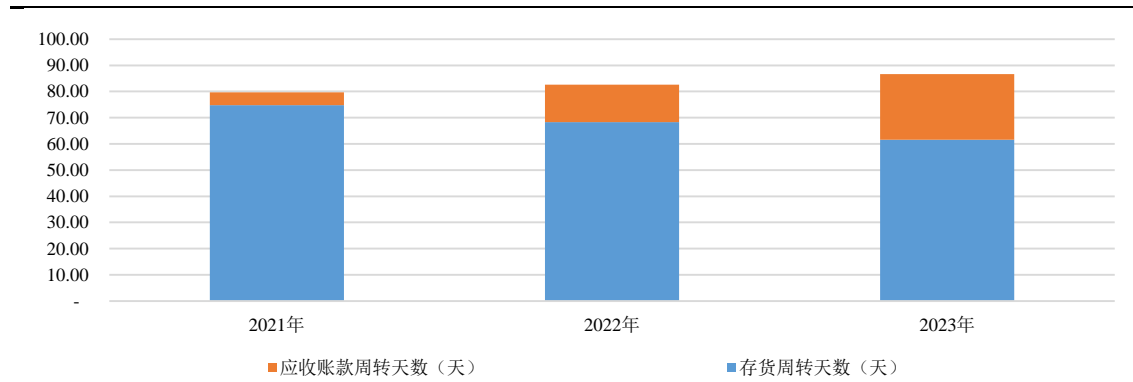
该公司系国内浮法玻璃龙头企业，规模优势明显。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，公司已建成的建筑浮法玻璃生产线合计日熔化量未发生变化，为 16,600 吨/天，上述生产线分布于 7 个生产基地，其中国内 6 个、海外 1 个；国内生产基地位于福建、广东、浙江、湖南等省份，国外生产基地位于马来西亚森美兰州。公司大部分浮法玻璃生产基地均配有接驳到厂区的铁路或港口，凭借物流运输优势，公司在国内华东、华中和华南地区市场覆盖良好，市场份额高；马来西亚生产线产品销售辐射范围也较大。依托浮法玻璃业务，公司布局了其下游的节能玻璃业务，经过近年来的市场开拓，公司工程玻璃领域市场占有率有所提升。

近年来，该公司加大非建筑用其他玻璃领域的拓展，具体包括光伏玻璃、电子玻璃和药用玻璃等。其中，光伏玻璃是拓展重心，2022 年以来随着多条光伏压延玻璃生产线投产，公司已快速切入该领域，光伏玻璃业务规模显著扩大。

原燃料供应方面，该公司持有较丰富的硅砂资源，随着硅砂基地的建成投产，当前硅砂自给率水平较高，有利于保障硅砂供应的稳定性，控制玻璃成本以及把控产品质量。其中，成本控制包括采购价格及物流成本控制两个层面。公司硅砂自供成本较低，且高自给率下，玻璃成本受外购硅砂价格波动影响程度有限；公司漳州、河源和醴陵硅砂基地距自供生产线运输距离短，物流成本优势较明显。公司本部开展玻璃生产所需纯碱及主要燃料的集中采购，以强化对供应商的议价能力。

③ 经营效率

图表 11. 反映公司经营效率要素的主要指标值及变化趋势

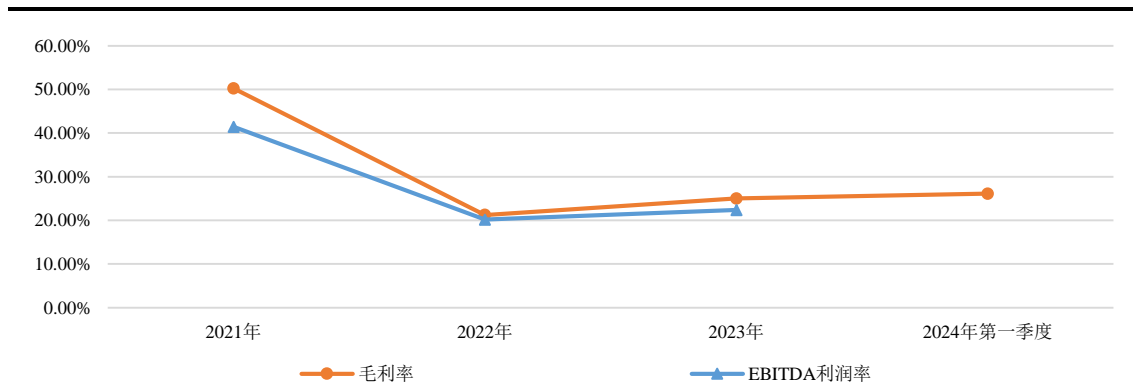


注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年，该公司营业周期分别为 79.71 天、82.65 天和 86.66 天，逐年延长，主要因光伏及节能玻璃业务应收账款增加所致。但整体看，由于公司浮法玻璃赊销很少，加之公司存货管理情况较好，营业周期较短，经营效率较高。

④ 盈利能力

图表 12. 反映公司盈利能力要素的主要指标值及变化趋势（单位：亿元）



指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
营业毛利	73.21	28.25	39.20	10.06
毛利率	50.24%	21.22%	24.99%	26.09%
期间费用	22.29	13.41	17.48	4.60
其中：销售费用	1.25	1.37	1.71	0.38
管理费用	13.88	6.84	8.42	2.42
研发费用	6.47	5.00	5.72	1.22
财务费用	0.69	0.21	1.63	0.59
经营收益	48.13	12.81	18.21	4.96
净利润	42.21	13.24	17.22	4.70
EBITDA	60.36	26.84	35.05	-
EBITDA 利润率	41.42%	20.16%	22.35%	-

注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制；经营收益=营业总收入-营业总成本，其中营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

2021-2023 年，该公司营业毛利分别为 73.21 亿元、28.25 亿元和 39.20 亿元，2022 年主要因浮法玻璃价格下跌加

之原燃料采购成本大幅上升而大幅下降，2023 年得益于光伏玻璃业务的拓展及原燃料成本下降而同比回升。同期，公司期间费用分别为 22.29 亿元、13.41 亿元和 17.48 亿元；其中销售费用金额较小，主要因光伏及节能玻璃销售拓展费用增长而增长；管理费用波动较大，2022 年同比大幅下降主要因业绩下滑，职工薪酬及股权激励成本减少所致，2023 年主要因光伏玻璃生产线集中投产，以致管理成本上升而有所增长；公司持续开展产品及技术研发，同期研发费用较大；财务费用金额较小，2023 年主要因刚性债务增加，利息费用增长，加之当年汇兑收益同比减少而有所增长。资产减值损失及信用减值损失合计金额分别为 1.02 亿元、0.66 亿元和 1.71 亿元，2023 年同比增长主要因计提的存货跌价准备和固定资产减值准备增加所致。2021-2023 年，公司经营收益分别为 48.13 亿元、12.81 亿元和 18.21 亿元，2023 年主要得益于营业毛利增长而同比增长。2024 年第一季度，公司营业毛利同比增加 5.86 亿元至 10.06 亿元；期间费用为 4.60 亿元，同比增长 42.74%；经营收益同比增加 4.32 亿元至 4.96 亿元。

该公司对外投资较少，近年来投资收益金额小。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司营业外收入及其他收益合计金额分别为 1.06 亿元、1.47 亿元、2.20 亿元和 0.67 亿元，其中 2023 年增长主要因享受增值税加计抵减政策。

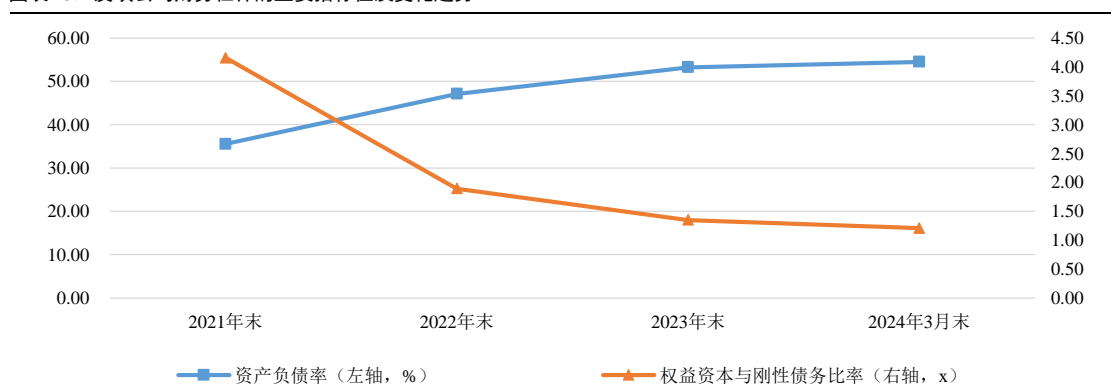
综上，该公司利润主要来源于主营业务，受其他盈利因素影响较小。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司净利润分别为 42.21 亿元、13.24 亿元、17.22 亿元和 4.70 亿元。2021-2023 年，公司 EBITDA 分别为 60.36 亿元、26.84 亿元和 35.05 亿元，EBITDA 利润率分别为 41.42%、20.16%和 22.35%，2023 年盈利能力有所回升。

3. 财务

为匹配项目建设投资，2023 年以来该公司刚性债务进一步增加，资产负债率持续上升，后续随着在建项目的推进债务规模或将扩大，财务杠杆或将进一步上升。跟踪期内公司增量债务主要为中长期借款，当前短期债务规模不大。公司货币资金较充裕，且融资渠道较为畅通，可为即期债务的偿付提供良好保障。

(1) 财务杠杆

图表 13. 反映公司财务杠杆的主要指标值及变化趋势



注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 35.53%、47.10%、53.21%和 54.47%，主要因加大债务融资以满足投资资金需求而持续上升，但目前尚处合理区间；同期末，权益资本与刚性债务比率分别为 4.16 倍、1.89 倍、1.35 倍和 1.21 倍，公司所有者权益对刚性债务的覆盖程度弱化。

① 资产

图表 14. 公司核心资产及其变动趋势 (单位: 亿元)

主要数据及指标		2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产	金额	85.99	77.21	90.54	97.77
	占资产总额的比重	41.05%	31.60%	28.37%	29.06%
其中：货币资金		44.34	33.26	36.92	34.02
交易性金融资产		8.20	-	-	0.004

主要数据及指标		2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
应收账款		2.51	7.96	13.56	18.00
存货		19.66	19.59	20.13	26.74
其他流动资产		7.95	8.65	11.93	12.83
非流动资产	金额	123.49	167.13	228.61	238.73
	占资产总额的比重	58.95%	68.40%	71.63%	70.94%
其中：固定资产		84.13	99.75	117.73	133.51
在建工程		13.68	27.70	59.70	57.27
无形资产		14.20	17.89	21.12	21.01
其他非流动资产		5.96	13.79	17.10	13.92
期末全部受限资产账面价值		0.76	3.70	9.44	9.38
受限资产账面价值/资产总额		0.36%	1.51%	2.96%	2.79%

注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制；上表“固定资产”不包含“固定资产清理”，“在建工程”不包含“工程物资”。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司资产总额分别为 209.48 亿元、244.34 亿元、319.15 亿元和 336.50 亿元；随着在建项目的持续投入，非流动资产占比已升至 70% 左右。

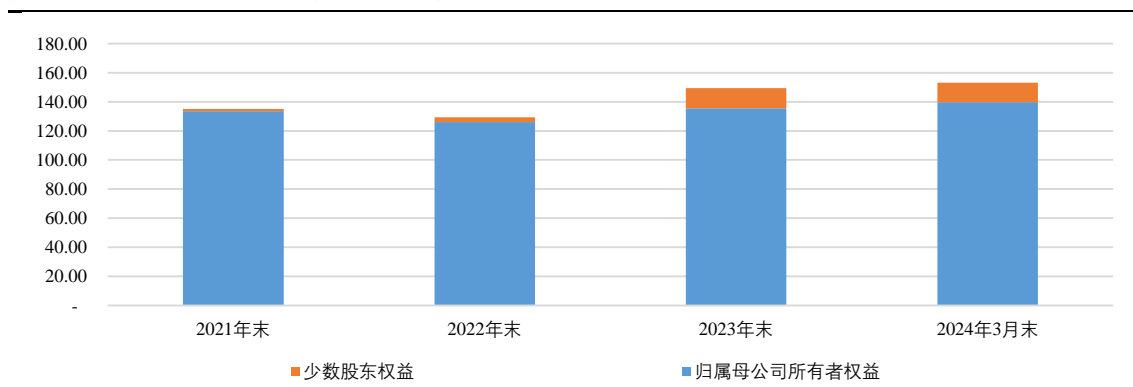
2023 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、存货和其他流动资产。其中，货币资金为 36.92 亿元，其中因作为汇票、贷款及复垦保证金而受限金额为 1.32 亿元，受限比率为 3.58%。应收账款为 13.56 亿元，较上年末增加 5.59 亿元，主要因光伏及节能玻璃业务应收款项增加所致。存货为 20.13 亿元，其中原材料和库存商品账面价值分别为 12.76 亿元和 6.85 亿元；2023 年计提跌价准备 0.85 亿元（主要针对库存商品，金额为 0.75 亿元），当年转回或转销金额为 0.21 亿元，当期末存货跌价准备余额为 1.27 亿元。其他流动资产为 11.93 亿元，主要包括按行业惯例于该科目核算的玻璃熔窑内的玻璃液及锡槽内的锡液等在产品（7.16 亿元）以及留抵税额。

2023 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，固定资产和在建工程分别为 117.73 亿元和 59.70 亿元，较上年末分别增加 17.98 亿元和 32.00 亿元，主要因新建光伏玻璃项目投入及完工部分转固所致。无形资产为 21.12 亿元，较上年末增加 3.23 亿元，主要系新增光伏项目土地使用权及砂矿采矿权所致。其他非流动资产为 17.10 亿元，较上年末增加 3.32 亿元，主要因预付的设备款和工程款增加所致。

2024 年 3 月末，该公司存货较上年末增加 6.61 亿元，主要因原料采购增加及销售淡季下产品库存增长所致；应收账款增加 4.44 亿元，主要因光伏及节能玻璃赊销增加所致；固定资产增加 15.78 亿元，因在建项目结转所致；除上述科目外，其他主要资产科目变化均较小。同期末，公司受限资产为 9.38 亿元，主要包括货币资金 1.32 亿元、固定资产 2.88 亿元、无形资产 3.57 亿元和使用权资产 1.60 亿元。

② 所有者权益

图表 15. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 135.05 亿元、129.25 亿元、149.33 亿元和 153.20 亿元，其中 2023 年末较上年末增长 15.54%，主要系因经营积累以及公司转让子公司部分股权至员工跟投平台以致少数股东权益增长。主要所有者权益主要由股本、资本公积、盈余公积和未分配利润构成，2024 年 3 月末

占比分别为 17.52%、16.90%、7.88%和 49.77%，其中未分配利润占比较高，关注后续利润分配对所有者权益规模的影响。

③ 负债

图表 16. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	32.50	68.36	110.65	126.82
其中：短期刚性债务	10.31	19.13	16.87	22.76
中长期刚性债务	22.19	49.23	93.78	104.06
应付账款	15.56	18.37	29.06	27.72
其他应付款	5.66	9.68	11.98	12.07
递延收益	4.90	4.36	4.66	5.46
综合融资成本（年化，%）	4.07	3.44	3.47	3.08

注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制；2021-2023 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，计算公式为：综合融资成本 = (本年列入财务费用的利息支出 + 本年资本化利息支出) / [(上年末刚性债务余额 + 本年末刚性债务余额) / 2]，2024 年第一季度根据公司提供的期末银行借款余额加权平均利率填列。

2021-2023 年末，该公司负债总额分别为 74.44 亿元、115.09 亿元和 169.82 亿元，主要因刚性债务增加而持续增长，刚性债务占比持续上升，2023 年末达 65.16%。除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、其他应付款和递延收益构成。2023 年末，应付账款较上年末增长 10.69 亿元，主要因光伏玻璃项目待结算支付建设项目工程款增加，以及因生产规模扩大，应付材料款增加所致。其他应付款主要包括前述产能搬迁收到的政府搬迁转让款 4.00 亿元、质保金/保证金 4.73 亿元以及限制性股票回购义务 1.82 亿元。递延收益绝大部分系收到的与资产相关的政府补助，2023 年收到经济奖励、专项资金补贴等政府补助合计金额为 1.11 亿元。2024 年 3 月末，公司上述非刚性债务负债科目较上年末变化均不大。

2021-2023 年末，该公司刚性债务分别为 32.50 亿元、68.36 亿元和 110.65 亿元，主要因光伏玻璃等项目建设资金需求增长，公司债务融资规模持续扩大。近年来公司增量融资主要为银行借款，2023 年末借款余额（含短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款，下同）为 92.94 亿元，占刚性债务的比重为 84.00%；借款主体为下属子公司，绝大部分为保证借款，少量为抵押+保证借款，担保均由公司本部提供。2023 年末，公司其他刚性债务主要为发行的本次债券（债务部分余额为 13.16 亿元）和应付票据 4.39 亿元。因公司为项目建设匹配长期融资，公司债务期限结构较为合理，截至 2023 年末中长期刚性债务占比为 84.76%。2024 年 3 月末，因长期借款增加，公司刚性债务较上年末增加 16.17 亿元；刚性债务的类型及期限结构较上年末未发生重大变化。

融资成本方面，根据该公司财务数据测算，2021-2023 年公司综合融资成本分别 4.07%、3.44%和 3.47%；2024 年第一季度，公司借款平均利率为 3.08%（按现行利率并以当期末余额为权数计算）。整体看，公司融资成本较低。

图表 17. 公司 2024 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
2%~3% (不含 3%)	8.89	10.24	15.06	8.71	0.40
3%~4% (不含 4%)	7.81	16.01	15.28	13.86	11.19
合计	16.70	26.25	30.33	22.57	11.59

注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 18. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额	50.73	5.68	15.43	-3.17
其中：业务现金收支净额	51.90	6.94	16.21	-2.75
投资环节产生的现金流量净额	-19.61	-28.85	-53.89	-13.74

主要数据及指标	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度
其中：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	-14.30	-37.49	-53.09	-12.43
筹资环节产生的现金流量净额	4.07	11.21	42.11	14.03
其中：现金利息支出	-0.63	-0.91	-2.28	-0.61

注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制；业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额；现金利息支出以负值填列。

2021-2023年，该公司经营性现金流保持净流入状态，但绝对值波动较大，2023年主要得益于主业盈利能力回升，净流入额同比大幅增长171.89%。2024年第一季度，主要因原燃料采购现金支出增加，加之光伏及节能玻璃部分赊销，当期经营性现金流呈净流出状态。

2021-2023年及2024年第一季度，该公司投资活动现金流主要受固定资产、无形资产及其他长期资产购建支出影响而维持净流出状态，其中2022年以来因光伏玻璃等新建项目进入投资高峰期，净流出规模进一步扩大。随着在建及拟建项目的推进，公司后续中短期内投资性支出规模预计仍较大。

2021-2023年，该公司权益融资净额分别为-8.18亿元、-19.16亿元和-6.69亿元，主要因现金分红而呈净流出状态；债务性融资净额分别为-5.28亿元、32.88亿元和40.82亿元，2022年以来为匹配项目建设，公司债务性融资力度显著加大。其他与筹资活动相关现金流入净额分别为17.54亿元、-2.50亿元和7.98亿元，其中2021年和2023年呈较大金额净流入，其中前者主要系发行本次债券，后者主要系收到前述跟投平台股权转让款。2024年第一季度主要因借款增加，公司筹资性现金净流入规模较大。

② 偿债能力

图表 19. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021年	2022年	2023年
EBITDA/刚性债务（倍）	2.24	0.53	0.39
EBITDA/利息支出（倍）	55.14	15.48	11.28

注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制。

2023年该公司EBITDA虽有所回升，但因刚性债务持续增长，EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖倍数有所下降，但整体看公司EBITDA对债务及其孳息的保障程度仍较高。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
流动比率（%）	189.87	133.95	134.71	138.21
短期刚性债务现金覆盖率（%）	514.08	198.96	248.71	166.70

注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制；短期刚性债务现金覆盖率=（货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票）/短期刚性债务*100%。

2024年3月末，该公司流动比率较上年末微升；短期刚性债务现金覆盖率虽有所下降，但覆盖情况仍较好，公司即期债务偿付压力较小。

该公司与大型国有商业银行及多家股份制银行建立了良好的合作关系。截至2024年3月末，公司获得银行授信总额为193.22亿元（其中五大国有商业银行授信占比为50.61%），尚未使用额度为75.60亿元，后续尚有一定的融资空间。

(2) ESG因素

环境方面，根据该公司发布的《社会责任报告》，2023年公司污染物排放满足甚至高于国家及地方环保标准要求；

公司通过流程优化、技术升级改造等方式减少燃料使用、提升能源利用效率；公司强化能源的综合管理，推进余热利用，2023 年余热总发电量约 3 亿度；公司进行屋顶改造安装光伏发电系统，2023 年累计发电 0.41 亿度。公司持续完善安全生产管理制度，并能够有效落实，2023 年未发生重特大安全事故。社会责任方面，公司积极参与各项社会公益事业活动，2023 年对外捐赠资金及物资总投入 47.39 万元。

治理方面，该公司设股东大会、董事会、监事会。股东大会是公司的权力机构。董事会对股东大会负责，由 9 人组成（含独立董事 3 名），设董事长 1 名，董事长由全体董事过半数选举产生。董事会下设战略及可持续发展委员会、审计及风险委员会、治理及人力委员会和财务及预算委员会，依照公司章程和董事会授权履行职责。监事会主要负有监督职责，由 3 人组成（其中职工代表监事 1 名），设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司经营层设总裁 1 名及副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。2023 年以来，因公司深化治理改革战略发展需要等原因，公司董事会及高管人员发生较大变动：何文进不再担任董事长和董事职务，俞其兵、姚培武和侯英兰不再担任董事职务，董事、总裁张柏忠成为公司新任董事长，凌根略、杨立君、左川和吴贵东成为公司新任董事；张柏忠不再兼任总裁职务，凌根略兼任公司总裁职务；杨立君、左川不再担任副总裁职务，张国明不再担任财务总监职务，姚培武不再担任董事会秘书，周军成为公司副总裁、杜海成为公司新任财务总监，邓凌云成为公司新任董事会秘书。公司基于管理及业务开展需要对组织结构进行了调整，调整后的组织结构图详见附录二。

(3) 表外事项

根据审计报告所载，截至 2023 年末该公司未向合并范围以外的企业提供担保，亦不存在重大或有及诉讼事项。

(4) 其他因素

根据审计报告所载，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，以及公司的联营企业。2021-2023 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；2023 年末公司应收及应付关联方款项余额分别为 378.79 万元和 222.21 万元。

图表 21. 公司主要关联交易情况（单位：万元）

项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
关联采购	331.51	506.72	606.98
关联销售	2.26	1,568.98	109.85
应收项目	-	630.96	378.79
应付项目	222.17	237.19	222.21

注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制。

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2024 年 5 月 31 日）及主要一级子公司本部（截至 2024 年 3 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 2023 年 5 月末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。

5. 同业比较分析

新世纪评级选取了凯盛科技集团有限公司、信义玻璃控股有限公司（简称“信义玻璃”）和中国南玻集团股份有限公司（简称“南玻集团”）作为该公司的同业比较对象。上述主体均以玻璃为主业，与公司具有一定的可比性。

相较于上述主体，该公司建筑玻璃业务规模优势明显，浮法玻璃规模仅次于信义玻璃，工程节能玻璃规模稍逊于南玻集团；公司非建筑用玻璃拓展速度较快，其中光伏玻璃业务已初具规模。公司盈利情况良好，经营效率较高。公司财务杠杆处于适中水平，各项偿债指标表现尚可。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

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。转股价格最近于 2023 年 7 月 7 日调整为 11.76 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。

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。

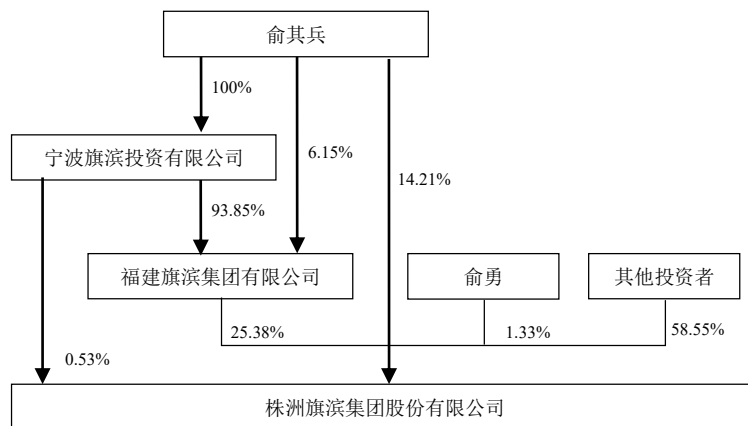
2024 年 5 月 21 日，本次债券募集资金用途变更事项触发了上述附加回售条款，在 2024 年 5 月 29 日至 2024 年 6 月 4 日回售申报期内有效申报数量为 40 张，回售金额为 4,005.20 元（含利息）。截至 2024 年 6 月 6 日，本次债券余额为 149,847.40 万元。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定旗滨集团信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，旗滨转债信用等级为 AA⁺。

附录一：

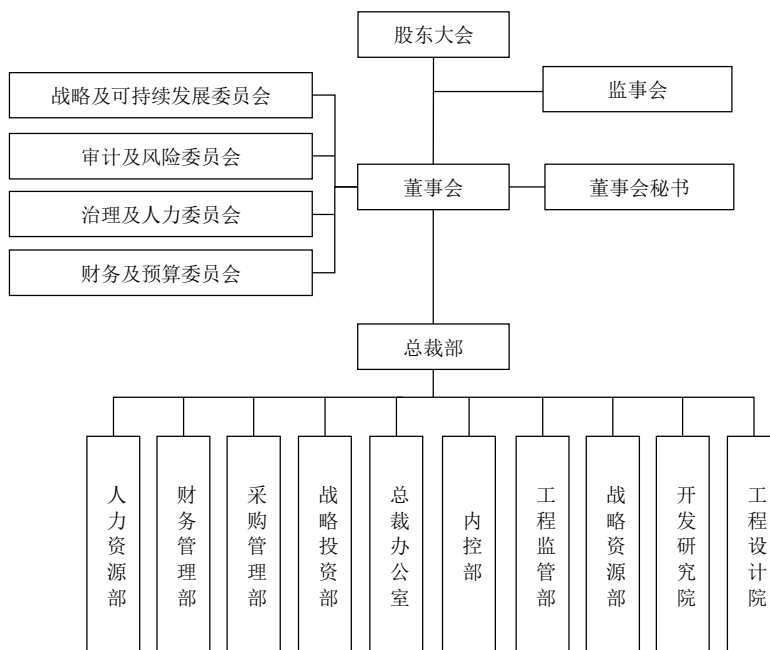
公司与实际控制人关系图



注：根据旗滨集团提供的资料整理绘制（截至 2024 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整理绘制（截至 2024 年 3 月末）；董事会下设董事会办公室、证券事务办公室、内部审计部、运营监管部。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	
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	114.94	154.55	157.03	16.94	15.84	合并口径
株洲旗滨集团股份有限公司	旗滨集团	本级	-	-	13.22	103.37	0.96	13.21	-0.33	母公司口径
深圳市新旗滨科技有限公司	深圳新旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃、节能玻璃等	5.65	46.26	68.07	8.11	9.73	合并口径
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	-	8.71	10.86	3.04	2.99	合并口径；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	1.00	6.93	9.46	0.97	1.44	
株洲醴陵旗滨玻璃有限公司	醴陵旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	3.27	20.54	21.42	3.05	2.38	
绍兴旗滨玻璃有限公司	绍兴旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	5.47	4.89	8.41	0.93	-1.43	
长兴旗滨玻璃有限公司	长兴旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	0.50	11.89	16.08	2.01	1.45	
平湖旗滨玻璃有限公司	平湖旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	0.53	4.54	8.39	1.55	0.66	合并口径
湖南旗滨光能科技有限公司	湖南光能	子公司	71.22%	光伏玻璃	74.90	36.99	34.58	2.38	-1.23	合并口径
沙巴旗滨光伏新材料（马来西亚）有限公司	马来光伏	子公司	71.22%	光伏玻璃	7.91	5.85	-	-0.10	-4.30	合并口径
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	-	2.67	3.33	0.08	-0.19	
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	0.32	1.69	6.48	0.22	0.05	
长兴旗滨节能玻璃有限公司	长兴节能	子公司	100.00%	节能玻璃	0.01	2.33	7.40	0.33	4.92	
天津旗滨节能玻璃有限公司	天津节能	子公司	100.00%	节能玻璃	0.07	1.25	3.87	-0.20	-0.08	
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	-	0.99	2.58	0.13	0.48	
福建旗滨医药材料科技有限公司	福建药玻	子公司	91.06%	医药玻璃	2.35	2.23	0.39	-0.84	-0.48	合并口径
湖南旗滨电子玻璃股份有限公司	湖南电子	子公司	68.08%	电子玻璃	4.23	7.42	2.56	-0.51	-0.380	合并口径

注：根据旗滨集团 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理；上表部分子公司系由公司间接持股，母公司持股比例根据每一层级持股比例乘算填列；外币已折算为人民币。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：玻璃 归属行业：建筑材料

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据						2023 年（末）财务数据/指标			
		规模指标	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	营业周期 （天）	毛利率 （%）	EBITDA 利 润率（%）	资产负债率 （%）	权益资本/刚性债务 （倍）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
凯盛科技集团有限公司	AAA/稳定	浮法玻璃产量：5,100 万重量箱 工程玻璃产量：351 万平方米 光伏玻璃产量：33,865 万平方米 电子玻璃产量：60 万吨	340.12	7.52	219.78	16.92	13.89	76.59	0.41	2.36	0.08
信义玻璃控股有限公司	-	浮法玻璃产能：21,630 吨/日 （2022 年末设计日熔化量）	245.64	53.79	120.90	32.14	33.23	29.42	4.39	14.82	1.10
中国南玻集团股份有限公司	-	浮法玻璃产量：4,480 万重量箱 工程玻璃产量：4,594 万平方米 光伏玻璃产量：215 万吨 电子玻璃产量：30 万吨	181.95	15.46	74.26	22.28	16.72	52.12	1.45	12.44	0.30
株洲旗滨集团股份有限公司	AA+/稳定	浮法玻璃产量：11,035 万重量箱 工程玻璃产量：3,843 万平方米 光伏玻璃产量：19,950 万平方米 电子玻璃产量：2,484 万平方米	156.83	17.22	86.66	24.99	22.35	53.21	1.35	11.28	0.39

注：上表除旗滨集团外，其余企业数据及指标根据公开市场可获取数据计算填列，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年第一季度/末
资产总额[亿元]	209.48	244.34	319.15	336.50
货币资金[亿元]	44.34	33.26	36.92	34.02
刚性债务[亿元]	32.50	68.36	110.65	126.82
所有者权益[亿元]	135.05	129.25	149.33	153.20
营业收入[亿元]	145.73	133.13	156.83	38.57
净利润[亿元]	42.21	13.24	17.22	4.70
EBITDA[亿元]	60.36	26.84	35.05	-
经营性现金净流入量[亿元]	50.73	5.68	15.43	-3.17
投资性现金净流入量[亿元]	-19.61	-28.85	-53.89	-13.74
资产负债率[%]	35.53	47.10	53.21	54.47
权益资本与刚性债务比率[%]	415.59	189.06	134.96	120.80
流动比率[%]	189.87	133.95	134.71	138.21
现金比率[%]	116.99	66.03	62.41	53.64
利息保障倍数[倍]	45.82	9.13	7.10	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	79.71	82.65	86.66	-
毛利率[%]	50.24	21.22	24.99	26.09
营业利润率[%]	33.72	10.67	12.83	14.56
总资产报酬率[%]	28.46	6.98	7.83	-
净资产收益率[%]	36.68	10.02	12.36	-
净资产收益率*[%]	37.14	10.15	13.39	-
营业收入现金率[%]	84.65	78.49	79.28	62.69
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	122.88	11.03	24.72	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	50.89	-24.46	-27.00	-
EBITDA/利息支出[倍]	55.14	15.48	11.28	-
EBITDA/刚性债务[倍]	2.24	0.53	0.39	-

注：表中数据依据旗滨集团经审计的2021-2023年度及未经审计的2024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+期末应收账款)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货+期末存货)/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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

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 级及以下等级外，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 级及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型/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
	前次评级	2023年6月26日	AA ⁺ 稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月24日	AA ⁺ 稳定	覃斌、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-
债券评级	历史首次评级	2021年7月20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
	前次评级	2023年6月26日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月24日	AA ⁺	覃斌、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。