

2020 年株洲旗滨集团股份有限公司可转换公司债券

信用评级报告

 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.

概述

编号:【新世纪债评(2020)011878】

评级对象: 2020年株洲旗滨集团股份有限公司可转换公司债券

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA+

注册额度: 不超过15亿元(含)

本次发行: 不超过15亿元(含)

存续期限: 6年

增级安排: 无

评级时间: 2020年11月3日

发行目的: 项目建设及偿还银行借款

偿还方式: 每年付息一次,到期归还本金并支付最后一利息

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.00	0.64	0.15	0.21
刚性债务	10.00	5.33	5.87	2.54
所有者权益	55.24	63.48	70.30	63.26
经营性现金净流入量	0.15	0.44	0.47	0.35
合并口径数据及指标:				
总资产	127.16	128.38	130.65	138.72
总负债	56.39	52.67	48.21	57.83
刚性债务	33.08	31.87	30.03	39.72
所有者权益	70.78	75.70	82.45	80.89
营业收入	75.85	83.78	93.06	37.91
净利润	11.42	12.08	13.46	5.05
经营性现金净流入量	23.52	20.66	20.17	5.57
EBITDA	23.37	23.79	26.86	-
资产负债率[%]	44.34	41.03	36.90	41.69
权益资本与刚性债务 比率[%]	213.96	237.52	274.57	203.67
流动比率[%]	105.40	80.31	81.00	81.00
现金比率[%]	35.96	18.71	25.08	19.89
利息保障倍数[倍]	7.66	10.91	10.52	-
净资产收益率[%]	17.43	16.49	17.02	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	74.25	90.13	70.95	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	17.05	21.89	22.11	-
EBITDA/利息支出[倍]	11.94	17.73	16.61	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.73	0.87	-

注:根据旗滨集团经审计的2017-2019年及未经审计的2020年上半年度财务数据整理、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

评级观点

主要优势:

- **规模及区域优势。**旗滨集团系我国浮法玻璃产能最大的企业之一,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市场优势。
- **硅砂资源储备增加,原料自给率提升。**近年来旗滨集团硅砂资源有所扩充,资源储量较为丰富。公司硅砂基地距浮法玻璃生产线运输距离短,物流成本优势较明显,随着硅砂自给率的持续提升,玻璃成本和品质的控制能力得以加强。
- **产业链延伸,抗风险能力有望增强。**近年来,旗滨集团加大了浮法玻璃下游玻璃深加工业务的拓展力度,有助于公司降低浮法玻璃业务的经营风险。
- **财务结构保持稳健。**得益于经营积累,旗滨集团所有者权益持续增长,财务结构保持稳健。

主要风险:

- **浮法玻璃产能过剩等问题仍较严重。**近年来,浮法玻璃新增产能虽得到有效控制,但实质性产能出清进展依旧缓慢,行业依旧面临低端产品产能过剩、集中度低、行业竞争激烈等问题,冷修和停产产能的复产将加大行业供需平衡压力。
- **浮法玻璃价格波动风险。**2020年第一季度新冠疫情叠加下游淡季因素影响,浮法玻璃行业库存激增,下游复工复产后短期内业内企业库存集中消纳使得玻璃价格快速下跌,5月中下旬以来价格虽快速反弹冲高,但鉴于行业库存仍处于相对高位,关注后期需求释放和库存消纳等情况,以及对玻璃价格的影响。

- **投融资压力。**旗滨集团在建拟建项目较多，未来资本性支出规模将加大，公司面临一定的投融资压力。
- **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，海外项目经营面临一定的政治、经济、法律和治安环境风险。同时外币结算下公司面临一定汇兑风险。
- **本次债券转股及回售风险。**若因旗滨集团股价低迷或未达本次债券持有人预期而导致本次债券未转股，则会增加公司本息支出压力。另外，本次债券设置了回售条款，公司可能面临债券存续期缩短的风险。

➤ 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分析，本评级机构给予公司 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，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年株洲旗滨集团股份有限公司可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

株洲旗滨集团股份有限公司（简称“旗滨集团”、“该公司”或“公司”）前身为株洲旗滨玻璃集团有限公司，成立于 2005 年 7 月。2010 年 3 月，株洲旗滨玻璃集团有限公司股权所对应的净资产折合出资设立股份公司，初始股本 5.00 亿元，其中福建旗滨集团有限公司（原漳州旗滨置业有限公司，简称“福建旗滨”）出资 3.37 亿元，占公司注册资本的 67.30%；俞其兵出资 1.61 亿元，占公司注册资本的 32.20%；建银国际资本管理（天津）有限公司出资 250.00 万元，占公司注册资本的 0.50%。公司于 2011 年 8 月在上海证券交易所首次公开发行 1.68 亿股并于当月上市流通（股票代码：601636.SH），本次发行后公司股本增至 6.68 亿元。2012 年 5 月，公司新增限制性股权激励股票 0.27 亿股，股本增至 6.95 亿元。2013 年因公司回购注销及授予限制性股权激励股票，股本降至 6.94 亿元。2014 年公司回购注销限制性股权激励股票，另外当年公司非公开发行股票 1.45 亿股，当年末股本增至 8.39 亿元。2015 年 3 月，公司以资本公积每 10 股转增 15 股，增加股本 15.15 亿元；4 月，公司非公开发行 1.80 亿股 A 股股票，以 12.79 亿元募集资金净额收购福建旗滨持有的绍兴旗滨玻璃有限公司 100% 股权；另外，当年回购注销限制性股权激励股票，截至当年末公司股本增至 25.25 亿元。之后，经历数次限制性股权激励股票的授予及回购注销，截至 2020 年 6 月末公司股本为 26.87 亿元，福建旗滨持股比例为 26.15%，系公司控股股东；自然人俞其兵持股比例为 14.98%，由于俞其兵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。

经过多年的发展，该公司已成为我国浮法玻璃产能最大的生产企业之一，截至 2020 年 6 月末共拥有浮法玻璃生产线 26 条；公司浮法玻璃业务在长江以南布局已完成，凭借强大的生产能力和成熟的运输体系在华东及华南地区具较强的区域优势。近年来公司加快了玻璃产业链延伸，已陆续拓展了工程节能玻璃和电子玻璃业务。截至 2020 年 6 月末公司拥有 4 个节能玻璃生产基地及 1 条电子玻璃生产线。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟注册发行本次债券已经公司 2020 年 2 月 28 日召开的第四届董事

会第十一次会议审议通过，并于 2020 年 3 月 17 日经 2020 年第一次临时股东大会决议通过。本次债券注册及发行规模不超过人民币 15.00 亿元（含），债券期限为 6 年，具体情况详见图表 1。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	2020 年株洲旗滨集团股份有限公司可转换公司债券
总发行规模:	不超过 15.00 亿元人民币（含）
本次发行规模:	不超过 15.00 亿元人民币（含）
本次债券期限:	6 年
债券利率:	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
偿还方式:	每年付息一次，到期归还本金并支付最后一年利息。
转股的:	该公司 A 股股票
转股期限:	自发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至债券到期日止。
转股价格:	<p>本次债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日该公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请该公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。</p> <p>在本次发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）或配股、派送现金股利等情况时，公司将按对转股价格进行调整。</p> <p>当该公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和（或）股东权益发生变化时，公司将按对转股价格进行调整。</p> <p>在本次债券存续期间，当该公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。</p>
赎回条款:	<p>在本次债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回全部未转股的债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会及董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。</p> <p>在本次债券转股期内，当该公司 A 股股票连续 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%）或当本次债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司董事会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债券。</p>
回售条款:	<p>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可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。</p> <p>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，且该变化根据中国证券监督管理委员会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证券监督管理委员会认定为改变募集资金用途的，债券持有人享有一次以面值（含当期利息）的价格向公司回售其持有的部分或全部可转债的权利。</p>
增级安排:	无

资料来源：旗滨集团

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

该公司拟将本次债券所募资金中的 10.50 亿元（未扣除发行费用，下同）用于以下 3 个项目投资。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（单位：万元）

序号	项目名称	实施主体	投资总额	拟使用募集资金金额
1)	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	65,585.83	42,000.00
2)	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	57,329.58	48,000.00
3)	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	18,200.00	15,000.00
合计:			141,115.41	105,000.00

资料来源：旗滨集团

1) 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年产 1,235 万平方米节能玻璃项目总投资额为 65,585.83 万元，拟投入募集资金 42,000 万元，项目建设期预计为 2 年，实施主体为该公司全资子公司长兴旗滨节能玻璃有限公司。项目的建设地点位于浙江省湖州市长兴县，建成达产后将形成年产各类深加工节能玻璃 1,235 万平方米的生产能力，其中 Low-E 大板玻璃 960 万平方米，中空玻璃及其他公建产品 275 万平方米。根据公司披露的《关于公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》（简称《可行性分析报告》），项目建成后，预计经营期可实现年均销售收入 94,400.91 万元（含税），实现年均利润总额 12,718.83 万元，项目财务内部收益率（税前）为 18.61%，投资回收期（税前、静态）为 6.71 年（含 2 年建设期）。

2) 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节能玻璃生产基地项目总投资额为 57,329.58 万元，拟投入募集资金 48,000.00 万元，项目建设期预计为 2 年，实施主体为该公司全资子公司天津旗滨节能玻璃有限公司。项目的建设地点位于天津市，建成达产后将形成年产各类深加工节能玻璃 755 万平方米的生产能力，其中 Low-E 大板玻璃 480 万平方米，中空玻璃及其他公建产品 275 万平方米。根据《可行性分析报告》，项目建成后，预计经营期可实现年均销售收入 81,550.23 万元（含税），实现年均利润总额 11,803.11 万元，项目财务内部收益率（税前）为 19.24%，投资回收期（税前、静态）为 6.52 年（含 2 年建设期）。

3) 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节能玻璃生产线建设项目二期项目总投资额为 18,200.00 万元，拟投入募集资金 15,000 万元，项目建设期预计为 1 年，实施主体为该公司全资子公司湖南旗滨节能玻璃有限公司。项目的建设地点位于湖南省株洲市醴陵市，建成达产后将形成年产各类深加工节能玻璃 550 万平方米的生产能力，其中 Low-E 大板玻璃 500 万平方米，中空玻璃 50 万平方米。根据《可行性分析报告》，项目建成后，预计经营期可实现年均销售收入 26,460 万元（含税），实现年均利润总额 3,172.60 万元，项目财务内部收益率（税前）为 19.50%，投资回收期（税前、静态）为 6.12 年（含 1 年建设期）。

B. 偿还银行借款

该公司拟将本次债券所募资金中 4.50 亿元用于偿还银行借款，优化财务结构。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年三季度以来，全球经济缓慢恢复，新冠肺炎疫情反弹、保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长在未来一段时期内仍将面临复杂多变的外部环境，压力依然较大。我国经济恢复在全球范围内表现亮眼，短期内预计将继续稳步修复，同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

2020 年三季度以来，新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到有效控制，部分国家或地区出现明显反弹。全球经济在经历了疫情快速传播下的重创后缓慢恢复，主要经济体的修复步调不一，美欧等发达经济体的经济修复相对于除中国外的新兴经济体较快。全球性的货币政策宽松及强力的财政政策刺激将不可避免地推升全球债务水平，经济疲弱下的主权债务风险，特别是新兴经济体的主权债务风险上升。全球疫情防控形势依然严峻，贸易、投资环境未见好转，保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长仍面临着复杂多变的外部环境。

我国经济稳步修复，在全球范围内表现亮眼，为人民币汇率稳中有升奠定了重要基础。经济供需两端持续改善，供给端的好转仍优于需求端。规模以上工业企业的生产活动已基本恢复到正常状态，其中电气机械及器材、汽车、设备制造等高技术制造业及新产品的生产增长相对较快；需求方面，整体消费在消费升级类商品零售的快速增长带动下重回正增长，而餐饮、石油及制品类的消费仍较为低迷；房地产开发投资和基建投资增长较快，制造业投资中除医药、计算机、通信和其他电子设备制造业的投资表现相对较好外，其余均疲弱；我国对美国及东盟的出口表现强劲，出口增长持续超预期。但在内外部需求偏弱

的情况下，国内工业企业存货规模较高，应收账款周转偏慢，现金流平衡对融资的依赖度上升，整体工业企业面临的经营压力仍较大；同时，我国物价指数同比涨幅下降，失业率仍处于高位，仍对经济的正常发展形成较大压力。

为应对前所未有的局面和稳住“经济基本盘”，我国除了持续深入推进供给侧结构性改革、进一步扩大开放、推动构建“双循环”发展新格局等长期战略部署外，各类短期的宏观逆周期调节政策也在为推动经济回归常态提供积极支持。我国积极的财政政策更加积极有为，将在拉动内需修复方面发挥更重要的作用；提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，疫情期间的专项政策正有序退出，政策宽松力度随着经济持续恢复而边际递减，企业部门的债务融资增长速度随之边际放缓；结构性货币政策工具将是主要政策选项，且更加强调直达性和精准调控。金融监管继续强化，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂多变的态势。短期内，在逆周期政策支持下我国经济将继续稳步修复：消费结构升级将持续带动消费恢复；制造业投资疲态难改，房地产开发投资在房企融资收紧的制约下进一步提升的难度大，基建投资在专项债资金加快投放使用的支持下将是固定资产投资回稳的重要动力；出口在外需的边际修复下仍有望保持较快增长；同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战。从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

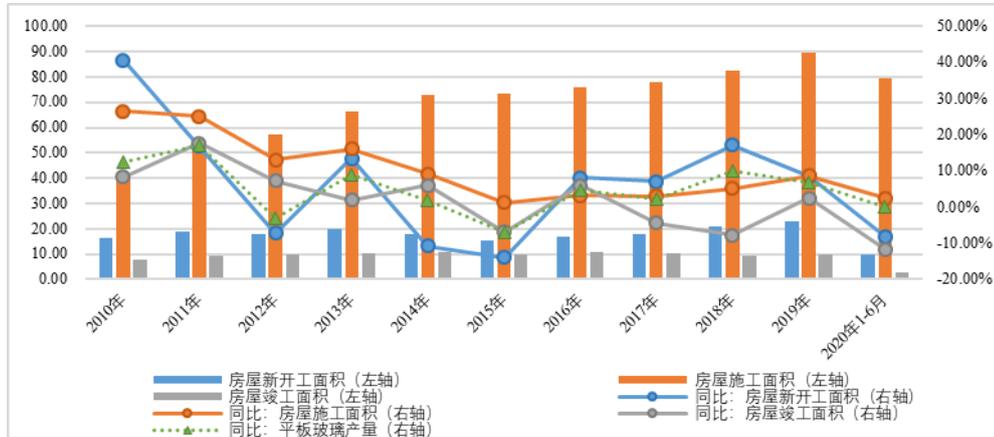
我国平板玻璃行业目前仍面临产能过剩的问题，行业供求关系受房地产开发投资与施工、产能置换、生产线冷修与复产以及环保限产等多重因素影响。2017-2018年玻璃全年均价持续上涨，行业效益提升；2019年行业运行总体平稳。2020年第一季度受新冠疫情影响，玻璃需求疲弱，行业库存激增，疫情缓和后库存集中消纳致使玻璃价格深跌，5月以来下游需求恢复且生产企业挺价意愿较强，玻璃价格快速回调冲高，行业库存虽加速去化，但目前仍处相对高位，关注后续消纳及旺季后价格支撑情况。鉴于原燃价格处于相对低位，可在一定程度上支撑企业盈利水平。

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。

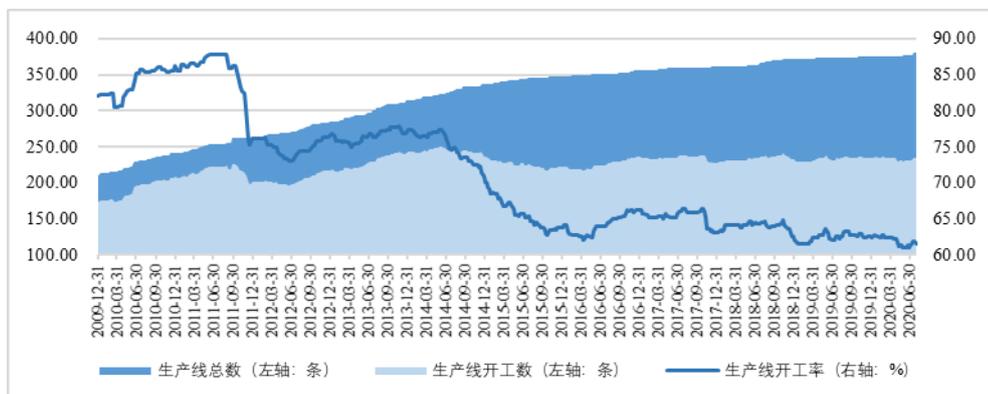
图表 3. 2010 年以来我国房地产施工及平板玻璃产量情况（单位：亿平方米）



资料来源：Wind

根据 Wind 数据显示，2017-2019 年全国房地产开发投资完成额分别为 10.98 万亿元、12.03 万亿元和 13.22 万亿元，同比分别增长 7.04%、9.53% 和 9.92%，自 2015 年投资增速大幅回落后近三年增速重启回升；同期房屋新开工面积分别为 17.87 亿平方米、20.93 亿平方米和 22.72 亿平方米，同比分别增长 7.02%、17.18% 和 8.51%；房屋施工面积分别为 78.15 亿平方米、82.23 亿平方米和 89.38 亿平方米，同比分别增长 2.97%、5.22% 和 8.70%；竣工面积分别为 10.15 亿平方米、9.36 亿平方米和 9.59 亿平方米，同比增长率分别为-4.37%、-7.82% 和 2.56%，2019 年竣工面积小幅增加，但整体看近三年与开复工增速仍存在较大背离。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。2020 年以来，受新冠疫情影响，房地产及建筑施工企业复工复产普遍延迟，第一季度房地产新开工及竣工面积同比分别减少 27.18% 和 15.79%；5-6 月房地产开发施工开始加速，上半年累计新开工和竣工面积分别为 9.75 亿平方米和 2.90 亿平方米，同比分别减少 8.17% 和 11.70%，降幅较一季度已有所收窄。

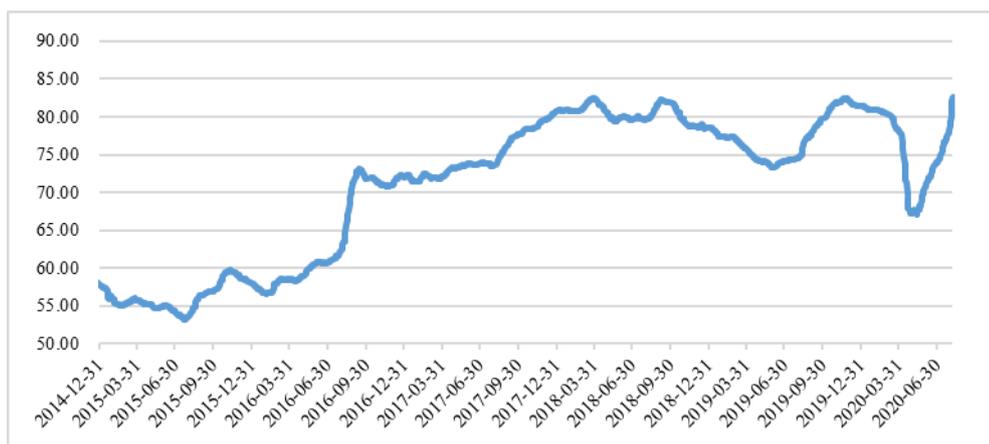
图表 4. 2010 年以来我国浮法玻璃生产线及开工情况



资料来源：Wind

产能方面，2013 年以来新建浮法玻璃生产线受到制约，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。根据中国玻璃网数据，2017 年我国新点火生产线共 5 条（含搬迁产能），当年 11 月沙河地区因环保问题波及停产生产线共 9 条（涉及熔化量 5,800 吨/日，约占沙河地区总产能的 20%，全国产能的 4%）。根据 Wind 数据显示，截至 2017 年末全国在产玻璃生产线 228 条，日熔化量合计 14.87 万吨，较上年末减少 2.22%。2018 年以来在产产能呈增长走势，至 2018 年 11 月上旬开工生产线数量达到 241 条（系 2015 年以来开工数最高值），日熔化量达 15.74 万吨；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，至当年末冷修生产线达到 45 条，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，至 6 月末在产生产线日熔化量保持在 15.00 万吨左右，7 月中下旬以来在产产能恢复性增长。2017-2019 年，我国平板玻璃产量分别为 7.90 亿重量箱、8.69 亿重量箱和 9.27 亿重量箱，同比分别增长 2.09%、9.92% 和 6.68%，在产产能的增加使得 2018 年和 2019 年供应增量较大；2020 年上半年平板玻璃产量为 4.62 亿重量箱，与上年同期基本持平。

图表 5. 2015 年以来浮法玻璃每日现货平均价（单位：元/重量箱）¹



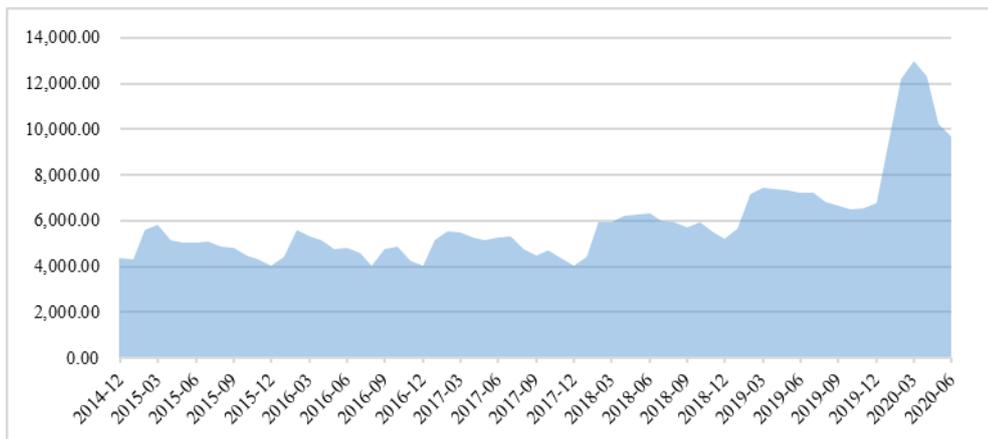
资料来源：Wind

由于浮法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。2017 年上半年各地区玻璃价格高位持稳，略有提升；下半年在旺季需求提升及沙河地区产线关停使得在产产能削减的提振下，玻璃价格走高。以全国主要城市浮法玻璃现货平均价格为例，浮法玻璃均价从 2016 年末

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。

的 72.04 元/重量箱升至 2017 年末的 80.72 元/重量箱。2018 年第一季度，虽然处于行业淡季，承接上年供给侧控制利好，玻璃价格不降反升，呈现罕见“暖冬”行情，3 月末玻璃均价升至 82.47 元/重量箱的近年高位；第二季度下游加工商陆续开工，但市场订单表现不及预期，高库存情况下玻璃价格下挫，6 月以来随着原燃料价格上涨，玻璃生产厂家涨价意愿明显，8 月沙河地区供应受到环保压制，玻璃价格于 9 月上旬回升至 82 元/重量箱左右水平；第三季度虽为玻璃传统旺季，但前期价格回升使旺季行情提前透支，同时库存处于相对高位，10 月以来价格持续回落，2018 年末玻璃均价降至 78.58 元/重量箱。2019 年玻璃价格整体呈先抑后扬走势；年初在产产能虽有所下降，但淡季需求弱，玻璃库存走高，玻璃价格承接上年末下行走势；春节后玻璃需求启动较为滞缓，加之为促进出货、削减库存，生产厂商及贸易商实行一定价格优惠政策，玻璃价格持续走弱，至 5 月末玻璃均价降至 73.59 元/重量箱；6 月以来因产能冷修集中，且受沙河限产等消息提振，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，2 月末玻璃库存达到 12,280 万重量箱，较年初增加近 5,500 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；随着下游逐步启动，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 月末价格跌至 67 元/重量箱左右，至 5 月中旬价格企稳；随着公路收费恢复，下游贸易及加工商认为玻璃价格已处于底部，拿货意愿增加，5 月玻璃库存消纳较快，下旬起玻璃价格持续回调，6 月末价格回升至 74 元/重量箱左右；7 月以来旺季来临前生产商挺价意愿较强，价格持续上涨。目前玻璃库存仍处高位，6 月末为 9,676 万重量箱，较上年同期末增加 2,478 万重量箱，关注后续库存消纳情况及旺季后玻璃价格支撑情况。

图表 6. 2015 年以来我国浮法玻璃库存（单位：万重量箱）

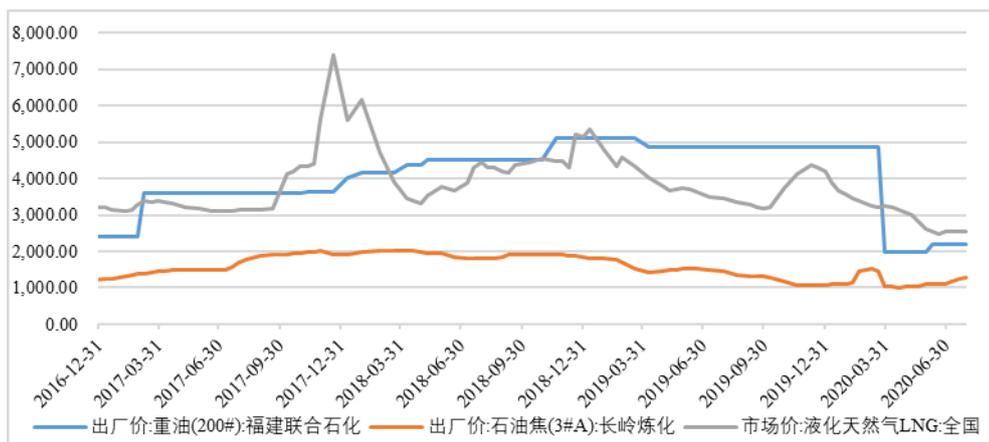


资料来源：Wind

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，从国内炼化企业出厂价看，自 2016 年触底以来，至 2018 年末价格反弹走高，2019 年维持高位并保持相对稳定，2020

年4月价格大幅回调。以福建联合石化重油(200#)出厂价(含税)为例,2017年初为2,400元/吨,3月调升为3,600元/吨至当年末保持稳定;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,至年末保持稳定;2019年1-3月价格维持在上年末水平,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,并维持在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。国内炼化企业石油焦出厂价2017年价格持续回升并走高,2018年呈阶段性高位震荡走势,2019年价格明显回落,2020年1-3月呈现较大幅度震荡,随后保持相对稳定,5月下旬起价格有所回升。以长岭炼化(3#A)出厂价为例,价格从2017年初的1,200元/吨涨至2017年末2,000元/吨左右;2018年价格维持高位震荡,年末价格约为1,800元/吨;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1-2月价格快速回调至最高1,530元/吨,但3月价格再度下跌,月末跌至1,000元/吨左右,5月下旬以来价格陆续回调,7月调整幅度较大,月底价格升至1,280元/吨。天然气方面,以我国液化天然气市场价为例,2017年初价格为3,183.50元/吨,当年第四季度起受环保监管力度加大影响,北方尤其是京津冀地区“煤改气”加快推进,冬季天然气消费爆发式增长,供需失衡情况下天然气价格大幅上涨,当年12月价格峰值达7,409.80元/吨;2018年第一季度,天然气价格回归合理区间,4月末跌至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/吨左右。

图表 7. 2017 年以来玻璃窑炉主要燃料价格走势 (单位: 元/吨)

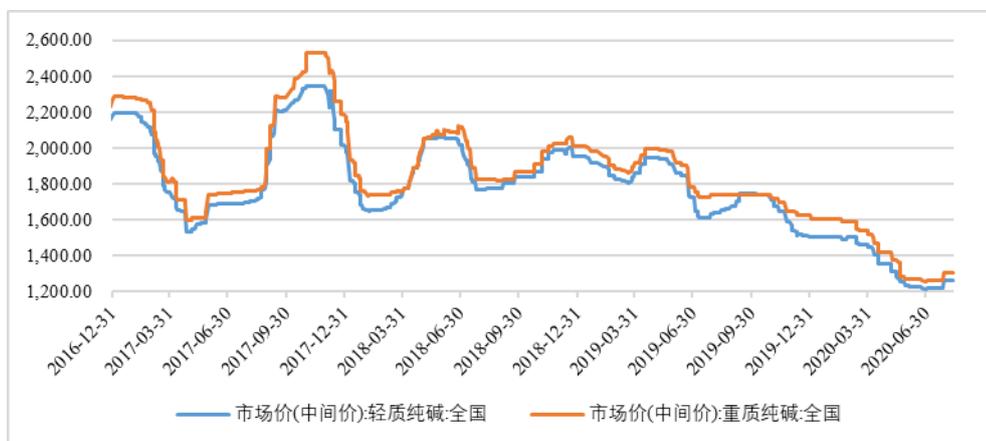


资料来源: Wind

除燃料外,纯碱约占玻璃生产成本的20%。以我国纯碱市场价中间价为例,2017年上半年随着纯碱装置开工升至高位,下游需求持续低迷,纯碱行业库存逐步增长压制价格高位回落,4月末轻质纯碱价格跌至全年最低点1,536元/吨;下半年受环保督查及行业供需格局改善影响,纯碱价格回升并大幅走高,11月价格峰值达到2,346元/吨,12月起价格再次回落。2018年纯碱价格仍呈

震荡走势，由于纯碱生产企业检修、环保检查使得部分产能停车，我国纯碱装置开工率同比有所下降，全年价格重心有所上移。当年1月纯碱价格承接上年末下跌走势，月末价格触底1,660元/吨，2月起再次经历一次较大幅度涨跌，峰值和估值分别出现在6月初和7月末，第四季度价格再次上涨，年末纯碱价格为2,000元/吨左右。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年末轻质纯碱价格降至1,500元/吨左右。2020年以来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月末轻质纯碱价格跌至1,200.00元/吨。整体看，2017-2018年纯碱价格波动幅度大，玻璃生产企业可进行战略备货以对冲价格波动风险；2020年以来纯碱价格持续走低，玻璃生产企业成本压力有所减轻。

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，2017-2019年平板玻璃行业收入分别为759亿元、760亿元和843亿元，利润分别为93亿元、116亿元和98亿元，2019年收入保持增长，但行业利润同比有所回落。2020年第一季度玻璃在产产能较上年同期基本持平，4-5月冷修产能增加，但6月以来随着玻璃价格的回升，以往冷修产能复产意愿加强，若涉及产能集中复产则将加大行业供给压力。需求端方面，2020年第一季度受新冠疫情影响下游房地产开发投资及开复工延后，5-6月起下游房地产投资及建设进度有所加快，后续玻璃需求释放情况仍需持续关注。另外，新冠疫情爆发期间行业库存激增，疫情缓和后库存虽逐步下降，但目前仍处高位，关注后续库存消纳情况。玻璃主要原料之一的纯碱短期内供大于需的现状或难改善，价格或将维持低位；燃料价格亦处于相对低位。整体看，原燃料价格低位运行可在一定程度上支撑企业盈利水平。

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。就浮法玻璃而言，我国生产企业已具备较明显的国际比较优势，国际玻璃巨头圣戈班（Saint Gobain）和旭硝子株式会社十年来营收和利润停滞。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	93.06	29.44	594.25	1,160.00	130.65	36.90	2.75	13.46	20.17
信义玻璃控股有限公司	162.58	36.19	未披露	未披露	324.76	42.28	1.94	44.83	33.85
中国南玻集团股份有限公司	104.72	26.06	294.00	2,916.00	182.01	45.80	1.87	5.60	23.79
福耀玻璃工业集团股份有限公司	211.04	37.46	143.53	10,946.00	388.26	44.96	1.98	28.98	51.27
上海耀皮玻璃集团股份有限公司	45.11	21.59	53.41	2,698.50	71.06	43.43	2.75	2.22	5.98
山东金晶科技股份有限公司	52.64	20.72	147.68	301.83	94.50	56.22	2.29	1.03	6.81
凯盛科技集团有限公司*	144.00	19.54	116.95	9,148.90	454.36	72.73	0.66	5.77	7.24

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
中国玻璃控股有限公司	23.69	12.01	154.95	未披露	71.88	68.70	0.69	0.73	1.38

资料来源：新世纪评级整理

注：上表数据为 2019 年/末数据，“*”标注企业产量数据为 2018 年数据；上表币种均换算为人民币；深加工玻璃产量包含建筑、汽车和光伏玻璃。

D. 风险关注

行业产能过剩仍较严重，未来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。若冷修产能集中释放，将加大行业供需平衡压力。

玻璃库存仍处高位，关注后续消纳情况。房地产行业为玻璃主要下游产业，虽然近年来房屋开工规模持续扩大对玻璃需求总量形成支撑，但由于房地产开发产生的玻璃需求主要体现于开发施工后期，玻璃即期需求的释放取决于开工向竣工的传导。2020 年以来受新冠疫情影响，房地产开发投资及开工延后，一季度玻璃需求疲弱，加之企业出货受阻，库存激增，疫情消退以来库存虽有所下降，但仍处高位，关注后续库存消纳情况。

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

该公司以浮法玻璃生产与销售为主业，规模优势较突出；公司拥有较丰富的硅砂资源，原料保供、产品品质及成本控制能力相对较强；公司现有产能主要分布于我国华东、华南、华中地区以及马来西亚。近年来公司加大了浮法玻璃下游深加工领域的拓展力度，节能玻璃业务规模快速扩张。得益于浮法玻璃及节能玻璃产销量增长，2017-2019 年公司收入及盈利规模持续扩大。2020 年上半年度主要受新冠疫情影响，公司浮法玻璃产销量及销售均价下滑，收入同比有所减少，但得益于原燃料价格下跌，营业毛利同比小幅增加；因修理维护费用增加，加之确认较大金额汇兑损失，盈利规模同比小幅缩减。公司玻璃主业相关在建拟建项目较多，未来资本性支出规模将加大。

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；公司其他业务主要包括系物流及贸易等业务，经营规模均较小。玻璃生产加工目前国内主要市场区域为华东及华南地区，同时2017年随着马来西亚生产线的点火运行，销售区域拓展至海外。玻璃制造业符合一般制造行业的特征，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玻璃品质要求高，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，近年来业务拓展至海外。	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	2017年	2018年	2019年	2020年上半年度
营业收入合计	75.85	83.78	93.06	37.91
其中：核心业务收入	74.85	82.86	91.97	37.40
其中：（1）浮法玻璃	74.85	81.12	85.28	33.38
在核心业务收入中所占比重（%）	100.00	97.90	92.73	89.26
（2）节能玻璃	-	1.74	6.69	4.02
在核心业务收入中所占比重（%）	-	2.10	7.27	10.74
毛利率（%）	32.06	28.79	29.44	29.54
其中：浮法玻璃（%）	31.68	28.27	28.91	28.78
节能玻璃（%）	-	25.09	30.16	30.46

资料来源：旗滨集团

2017-2019年，该公司分别实现营业收入75.85亿元、83.78亿元和93.06亿元，其中核心业务收入分别为74.85亿元、82.86亿元和91.97亿元，持续增长。2018年以来新建节能玻璃生产线投产开始实现收入，但公司收入仍主要由浮法玻璃业务贡献，在核心业务收入中所占比重仍超过90%。浮法玻璃方面，2017年主要得益于玻璃价格上涨，公司实现减产增收；2018-2019年主要得益于产销量的增长，收入持续增长。节能玻璃方面，得益于新建产能释放良好，产品产销量增加，收入实现较快增长。2017-2019年，公司综合毛利率分别为32.06%、28.79%和29.44%。同期，浮法玻璃毛利率分别为31.68%、28.27%和28.91%，2018年受原燃料价格上涨影响毛利率有所回落，2019年略有回升。2018-2019年节能玻璃毛利率分别为25.09%和30.16%，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。

2020年上半年，该公司实现营业收入37.91亿元，同比减少6.78%，主要系新冠疫情影响下公司浮法玻璃销量及价格下滑所致。当期综合毛利率为

29.54%，同比提高 3.17 个百分点，主要得益于浮法玻璃原燃料成本下降。

A. 玻璃生产线情况

图表 12. 公司投产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 2020 年 6 月末）。

浮法玻璃产能方面，2017 年 3 月和 6 月该公司子公司马来西亚旗滨 2 条生产线相继点火投产，但因当年 3 条生产线冷修（分别为漳州旗滨一线、长兴旗滨一线和醴陵旗滨五线），年末在役生产线日熔化量降至 14,300 吨/天。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，另外当年 9 月郴州光伏光电玻璃项目（简称“郴州项目”）点火试运行，年末在役生产线日熔化量升至 16,600 吨/天（不含郴州项目）。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，但于 9 月复产，11 月漳州旗滨五线冷修，当年末在役生产线日熔化量为 17,000 吨/天。2020 年 5 月漳州旗滨五线点火复产；另外，6 月漳州旗滨七线冷修。截至 2020 年 6 月末公司拥有浮法玻璃生产线 26 条，合计日熔化量达 17,600 吨/天，在产产能为 17,000 吨/天，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。通过以往冷修及技改，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。公司下属漳州旗滨及河源硅业仍有部分生产线窑龄已较长，未来三年预计将陆续进行冷修。

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。2017 年以来，公司于浙江绍兴、广东河源、马来西亚森美兰州和湖南醴陵投资新建节能玻璃生产基地，依托拥有的浮法玻璃原片生产线进行产能布局。浙江绍兴和广东河源基地生产线已于 2018 年投入商业化运营，2019 年实施产能扩建，并于当年内投入商业化运营；马来西亚生产线于 2019 年投入商业化运营；湖南醴陵于 2019 年 4 月投建，目前一期项目已于 2020 年第二季度投入商业运营。电子玻璃方面，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 年第二季度投入商业运营。

B. 生产及销售

2017-2019 年，该公司浮法玻璃原片产量分别为 10,291.86 万重量箱、10,990.58 万重量箱和 11,885.45 万重量箱，受 3 条生产线冷修及升级改造影响，2017 年玻璃原片产量同比下降 8.58%；2018 年得益于冷修生产线复产及马来西亚旗滨产能释放，玻璃原片产量回升；2019 年郴州项目产能释放，产量保持增长。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，2017-2019 年公司玻璃原片销售量分别为 10,328.62 万重量箱、11,003.22 万重量箱和 11,844.72 万重量箱，产销率接近 100%。同期，公司浮法玻璃原片销售均价分别为 74.13 元/重量箱、76.65 元/重量箱和 76.88 元/重量箱，2017 年价格涨幅明显，公司实现减量增收；2018 年玻璃市场价格呈现先扬后抑走势，公司浮法玻璃全年销售均价同比小幅增长；2019 年玻璃市场价格先抑后扬，全年销售均价小幅回落。2020 年第一季度，受新冠疫情影响并叠加销售淡季因素，公司浮法玻璃产销率大幅下降，库存明显增加，达到 1,600 万重量箱左右的水平；随着下游开工陆续恢复，3 月以来浮法玻璃业务逐步恢复到产销平衡状态。2020 年上半年主要受新冠疫情影响，公司玻璃原片产销量同比分别减少 15.22% 和 19.74% 至 5,839.00 万重量箱和 5,126.00 万重量箱；由于 2020 年 3-4 月行业库存集中消纳，竞价激烈，玻璃价格快速回落，5 月以来价格虽反弹，但公司上半年玻璃原片销售均价仍同比下降 2.25 元/重量箱至 70.28 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
产量	10,291.86	10,990.58	11,885.45	5,839.00
销量	10,328.62	11,003.22	11,844.72	5,126.00
产销率	100.36%	100.12%	99.66%	87.79%

注：根据旗滨集团提供的数据绘制。

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 年以来，新建生产线陆续投产，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。随着新建和扩建产能的释放，2018-2019 年及 2020 年上半年度公司节能玻璃产销量同比均有所增加。新冠疫情影响期间节能玻璃订单减缓执行，公司调整生产节奏，降低了中空玻璃产量，同时为保证后续产品交付，公司储备了一定量的镀膜玻璃大板，故 2020 年 6 月末库存量有所增加。公司未来仍将加大节能玻璃产能建设，生产线达产后公司节能玻璃产销规模和收入贡献有望进一步加大。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	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年上半年度（末）
产量	-	383.00	1,159.92	941.26
销量	-	361.00	1,126.58	864.85

指标	2017年(末)	2018年(末)	2019年(末)	2020年上半年度(末)
库存量	-	22.00	33.17	109.58

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，2017-2019 年华东、华南及华中地区收入合计分别为 71.43 亿元、71.77 亿元和 82.77 亿元，占主营业务收入的比重分别为 95.43%、86.61% 和 89.96%；同期，海外市场分别实现收入 2.60 亿元、8.00 亿元和 8.31 亿元，占主营业务收入比重分别为 3.47%、9.66% 和 9.03%。海外市场的拓展虽有助于公司分散经营风险，但亦可能使公司面临一定汇兑风险。

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。该公司于 2017 年在湖南郴州市新获取砂矿 1 个，系低铁超白砂矿，主要向郴州光电及醴陵电子玻璃生产线提供原料；为保证醴陵旗滨浮法玻璃原料供应，2019 年 4 月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一处硅砂矿采矿权。加上已有的福建漳州和广东河源硅砂基地，截至 2020 年 6 月末公司共有硅砂基地 4 个，硅砂保有储量合计 2,391.80 万吨，硅砂资源储量较为丰富。近年来，公司硅砂自给率有所提升，2019 年已接近 50%。在矿山治理加强的背景下，公司逐步降低硅砂的外部依赖程度，供应保障得以提升，同时浮法玻璃成本和控制能力的控制能力得以加强。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。2017-2019 年，公司纯碱采购价格分别为 1,737.62 元/吨、1,613.53 元/吨和 1,634.72 元/吨，纯碱价格依然处于相对高位；2020 年上半年度采购价格为 1,334.29 元/吨，同比下降 21.57%。

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
2017 年	154.82	2,277.67	1,012.46	2.12	1,737.62
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 年上半年度	226.91	2,511.01	964.66	2.26	1,334.29

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，随着部分生产线冷修，公司调整燃料系统，同时因马来西亚浮法玻璃产线产能释放，2018 年以来天然气使用量大幅增加。燃料价格方面，2017-2019 年公司重油采购价格持续上涨，石油焦采购价格先升后降，公司通过改变油焦配比进行成本控制；同期天然气采购价持续小幅上涨。2020 年上半年度，公司重油、石油焦和天然气采购均价均同比有所回落，其中石油焦降幅较大，达到 30% 左右。

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一定程度上压低了硅砂采购价格；其他生产所需辅料及备件以中国国内采购为主。另外，公司通过加强经营管理、培养和引进人才，经营管理团队的综合能力有所提高，上述生产线 2018 年以来陆续实现盈利。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。2019 年马来西亚旗滨实现营业收入 7.05 亿元，同比减少 9.52%；净利润为 0.22 亿元，同比减少 49.70%，幅度较大主要系产品毛利率下降所致。

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。

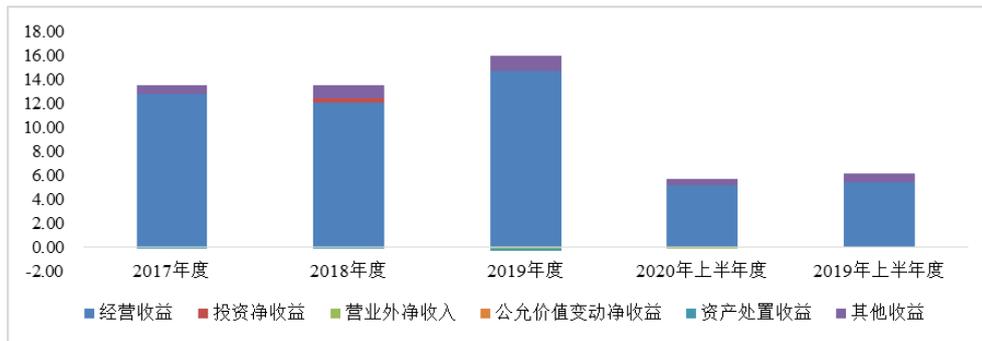
2019 年南方节能实现营业收入 0.82 亿元，当年尚未实现盈利，净利润为-0.21 亿元。

E. 研发情况

该公司重视产品技术含量，拥有一定的产品及技术创新能力，近年来研发投入持续加大。2017-2019 年，研发投入金额（含资本化）分别为 2.54 亿元、3.19 亿元和 3.98 亿元，占营业总收入的比重分别为 3.35%、3.80% 和 4.28%。目前公司研究开发重点为电子玻璃、药用玻璃、硼硅玻璃、节能镀膜玻璃、能源环保玻璃、光伏玻璃等方面玻璃技术的研究与应用开发。近年来，公司通过优化设计方案、合理选配生产设备、加强施工管理、优化生产工艺等措施，使得浮法玻璃生产线能耗、成本、总成品率、劳动生产率、窑龄等技术经济指标显著改善，优等品线各项指标已到达行业先进水平。

(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²

2017-2019 年，该公司分别实现营业毛利 24.32 亿元、24.12 亿元和 27.40 亿元。同期，公司期间费用（其中管理费用含研发费用）分别为 9.40 亿元、10.25 亿元和 11.26 亿元；其中销售费用相对较小，分别为 0.46 亿元、1.08 亿元和 1.29 亿元，2019 年主要因郴州光电及节能玻璃生产线产能释放，业务拓展及销售规模扩大，职工薪酬和运费增加所致；管理费用主要包括员工薪酬、折摊费用及股权激励成本，同期分别为 7.90 亿元、8.18 亿元和 8.85 亿元，主要在职工薪酬和研发支出增加带动下逐年增长；公司债务规模不大，利息支出规模相对较小，金额分别为 1.48 亿元、1.18 亿元和 1.33 亿元，近三年均确认了一定金额汇兑收益，财务费用分别为 1.04 亿元、1.00 亿元和 1.12 亿元。2017-2019 年，公司期间费用率分别为 12.40%、12.24% 和 12.10%，期间费用控制情况较好。同期，税金及附加分别为 1.44 亿元、1.17 亿元和 1.21 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。2017-2019 年，公司分别确认资产减值损失（含信用减值损失）0.68 亿元、0.60 亿元和 0.17 亿元，其中 2017 年及 2018 年金额较大，主要系公司冷修、升级

² 为保持口径一致性，2019 年营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

改造生产线,对没有修旧、复用价值或技术淘汰的长期资产计提减值准备所致。2017-2019年,公司经营收益分别为12.80亿元、12.10亿元和14.75亿元,主营业务盈利能力较强。

2020年上半年度,该公司实现营业毛利11.20亿元,同比增长4.41%。期间费用为5.51亿元,同比增加16.25%;其中管理费用和财务费用分别为2.44亿元和0.94亿元,同比分别增加28.38%和71.60%,前者主要系因生产线修理维护费及股权激励增加,后者主要系因确认较大金额汇兑损失所致。当期,公司实现经营收益5.16亿元,同比减少4.71%。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年上半年度	2019年上半年度
营业收入合计(亿元)	75.85	83.78	93.06	37.91	40.66
毛利(亿元)	24.32	24.12	27.40	11.20	10.72
期间费用率(%)	12.40	12.24	12.10	14.52	11.65
其中:财务费用率(%)	1.37	1.19	1.20	2.49	1.35
全年利息支出总额(亿元)	1.96	1.34	1.62	-	-
其中:资本化利息数额(亿元)	0.48	0.16	0.29	-	-

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,2017-2019年分别为5.40万元、3,274.39万元和115.31万元,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0.92亿元、1.17亿元和1.23亿元,主要系结转以往年份或收到并当期确认的政府补助、研发及科技奖励金和税收、排污费返还款等。2017-2019年公司确认资产处置损失分别为373.10万元、254.84万元和1,490.40万元,2019年主要系固定资产处置损失。2020年上半年度,公司确认营业外收入及其他收益合计0.57亿元,当期投资收益和资产处置收益金额均很小。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	2017年度	2018年度	2019年度	2020年上半年度	2019年上半年度
投资收益(万元)	5.40	3,274.39	115.31	43.50	30.92
营业外收入及其他收益(万元)	9,221.07	11,744.48	12,331.74	5,733.90	6,810.24
资产处置收益(万元)	-373.10	-254.84	-1,490.40	11.37	245.31

资料来源:根据旗滨集团所提供数据整理。

2017-2019年,该公司分别实现净利润11.42亿元、12.08亿元和13.46亿元,逐年增长;总资产报酬率分别为11.96%、11.46%和13.13%,净资产收益率分别为17.43%、16.49%和17.02%,盈利能力良好。2020年上半年度,公司净利润为5.05亿元,同比微减2.49%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司确定了“做大做强”、“高质量发展”的战略方向，提出“一体两翼”的战略目标。规模发展为“体”，公司计划通过稳健的财务管理手段、兼并收购重组与投融资策略完善区域布局、产品布局、产业链（上下游）布局，实现浮法玻璃与节能玻璃业务规模扩张；通过资源整合实现原材料供应渠道、供应价格、供应质量的稳定性与领先性，推进营收增长、成本控制、利润提升三大计划，实现中长期增量目标。产品优质化为“左翼”，通过全面持续开展多种专项提升计划，使产品质量、工艺技术、节能降耗、环保管理等处于行业领先水平。产品高端化为“右翼”，公司计划形成中端-中高端-高端相结合的产品组合布局，做大做强高性能电子玻璃、中性硼硅药用玻璃素管及加工，同时选择具有前瞻性、自主研发的独有技术、核心产品作为高端化的下一个目标。

为配合战略发展规划的实施，该公司未来资本性支出规模将有所加大，资金投向仍将围绕玻璃主业，主要包括石英砂矿项目投建、浮法玻璃产能扩张及已有产能冷修技改、节能玻璃产能扩张，以及中硼硅药用玻璃和电子玻璃项目投建等。截至 2020 年 6 月末，公司在上述方面已有规划的重点项目预计总投资为 63.74 亿元，已累计投资金额为 11.08 亿元，按照当前规划 2020 年 7-12 月、2021 年及 2022 年预计投资金额分别为 7.38 亿元、16.27 亿元和 19.45 亿元。其中，节能玻璃项目投资资金来源主要为本次债券募集资金；由于电子玻璃和中硼硅玻璃等新兴业务发展存在一定的运营风险，公司建立事业合伙人及关键管理人员跟投机制，2019 年跟投金额为 0.62 亿元。

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 2020 年 3 月末累计投资	未来投资计划		
			2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
石英砂	7.25	0.94	1.38	1.86	2.07
平板玻璃	21.28	1.02	1.04	7.08	8.05
节能玻璃	16.69	4.16	4.29	3.15	3.57
中硼硅玻璃	5.91	0.71	0.46	1.62	2.17
电子玻璃	12.62	4.25	0.21	2.56	3.60
合计	63.74	11.08	7.38	16.27	19.45

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司系民营上市公司，控股股东为福建旗滨，实际控制人为自然人俞其兵。公司治理结构较为完善。近年来公司因购销产生的关联交易金额较小。公司能够持续获得控股股东及实际控制人的资金及担保支持。

(1) 产权关系

截至 2020 年 6 月末，该公司控股股东为福建旗滨，持股比例为 26.14%；自然人俞其兵持有公司 14.98% 的股份。福建旗滨控股股东为宁波旗滨投资有限公司，由于后者实际控制人亦为俞其兵，因此公司实际控制人为俞其兵。

截至 2020 年 6 月末，该公司控股股东福建旗滨及实际控制人俞其兵累计质押公司股份总数为 11,396.56 万股，占公司总股本的 4.24%。

(2) 主要关联方及关联交易

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，2017-2019 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。公司能在融资担保和资金方面获得控股股东及实际控制人的支持，2019 年末应付项目中 5.33 亿元为应付福建旗滨财务资助款项；同年末公司作为被担保方所签订的未到期担保合同金额为 18.65 亿元。

图表 20. 公司 2017-2019 年主要关联交易情况（单位：万元）

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
关联采购	9,186.28	315.71	316.64
关联销售	5.93	32.69	1.25
关联担保（作为被担保方）	269,600.00	255,200.00	186,500.00
应收项目	-	-	-
应付项目	100,548.62	53,693.49	54,602.58

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

注：2017 年末审计报告关联担保包含部分合并范围内的担保，上表中予以剔除。

(3) 公司治理

该公司设股东大会、董事会、监事会，治理结构健全。股东大会是公司的权力机构。董事会对股东大会负责。董事会由 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。董事会下设战略与投资委员会、提名委员会、审计委员会和薪酬与考核委员会，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。公司总裁、副总裁、财务总监和董秘为公司高级管理人员。

2. 运营管理

该公司建立了较合理的组织架构，可以满足当前经营管理需要。公司内部控制制度基本健全，并能得到有效落实。

(1) 管理架构/模式

目前该公司本部主要承担管理和服务职能，玻璃业务由下属子公司负责具体运营。子公司管理方面，公司主要通过加强法人治理结构建设，制定较为完善的公司章程等多项管理制度来实现。按照相关法律法规，公司向子公司派出董事、监事及经营管理者对其进行管理。子公司的业务和流程按照公司授予的权限和指引进行设置和操作，各管理者根据公司授权负有相应的权利和义务，公司定期进行计划、指导和监督等。

组织结构方面，截至 2020 年 6 月末该公司本部设有审计内控部、战略与投资发展部、会计部、人力资源部、总裁办、工程监管部、财务管理部、董事会办公室、营销管理办、信息管理办、法律事务办、采购管理办、矿业管理办、生产运行监管中心、开发研究院、设备管理中心和节能玻璃营运管理中心等职能部门，公司组织架构详见附录二。各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足公司业务开展和日常管理的需要。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司建立了较为完善的内部控制制度。公司制订了《全面风险管理制度》，风险管理的组织体系由公司审计委员会、审计内控部、法律事务办、各部门及子公司内设的有风险管理职能的部门或岗位构成。审计委员会负责提出公司经营管理过程中防范风险的指导意见，制订公司风险控制制度；对公司风险状况和风险管理能力及水平进行评价，提出完善公司风险管理和内部控制的建议。审计内控部独立于公司各部门和子公司，负责协助公司识别和评价重大风险问题，帮助公司改进风险管理与控制系统等工作。法律事务办为领导决策和公司业务开展提供法律参考意见。公司各部门和子公司负责人为风险管理的第一责任人，履行风险控制职能，执行具体的风险管理制度，建立部门内权责明确、相互制衡的岗位职责和部门内全面、合理的风控制度，并针对业务主要风险环节制定业务操作流程。另外，《全面风险管理制度》对风险的评估、风险管理解决方案的制定和实施、风险与危机的处理等方面的实施细则及程序亦作出明确规定。

(3) 投融资及日常资金管理

投资管理方面，该公司根据有关法律法规及《公司章程》的规定，制订了《对外投资管理制度》。该制度规定，公司对外投资应遵循国家法律法规的规定，符合公司发展战略，合理配置企业资源，促进要素优化组合，注重规避风险，保证资金的运行安全，创造良好经济效益的基本原则。公司将对外投资划分为证券投资、委托理财和权益投资，并针对上述分类明确了相应的审批权限及决策程序。

筹资管理方面，为规范筹资管理，防范筹资风险，降低筹资成本，并保证满足资金需求，该公司制订了《筹资管理规定》。本部财务管理部负责编制中长期筹资规划及年度筹资规划，编制具体的筹资方案；负责组织开展筹资

活动，拟定筹资合同，对筹资活动进行账务处理。针对债务性和权益性筹资活动，公司明确了相应的管理程序。

资金管理方面，该公司制订了《货币资金管理规定》，由财务管理部负责组织公司货币资金的保管，日常收支业务的会计核算，定期或不定期组织召开资金分析会或资金安全检查；子公司财务部负责库存现金、银行票据的保管，对资金日常收支业务进行会计核算，定期盘点货币资金，办理银行账户开立、注销、变更。审计内控部负责不定期对资金的使用情况进行检查。另外，为规范资金计划管理，合理编制资金计划，确保资金的安全，提高资金的利用率，制订了《资金计划管理规定》。由本部财务管理部负责汇总编制公司的资金计划，并对公司资金计划完成情况进行分析。子公司财务部负责根据销售回款计划、采购资金支出计划及其他部门的资金收支计划，汇总编制形成子公司资金计划；并对子公司资金计划完成情况进行分析。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2020 年 3 月 3 日）及主要核心子公司本部（截至 2019 年末）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 2020 年 4 月 22 日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

近三年，该公司盈利情况良好，利润留存带动所有者权益持续增长；同时经营性现金流充沛，刚性债务规模逐年缩减，资产负债率持续下降。受新冠疫情影响，2020 年上半年度公司增加短期债务融资用于经营周转，资产负债率虽小幅回升，但财务结构仍稳健。公司当前债务期限结构偏向短期，资产以非流动资产为主，流动性指标偏弱。

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 2017 年至 2019 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。

截至 2016 年末，该公司合并范围内二级子公司数量为 10 家。2017 年，公司设立全资二级子公司广东旗滨节能有限公司（简称“广东节能”）和南方节能玻璃（马来西亚）有限公司。另外，公司将漳州旗滨 100% 股权划转至子公司深圳市新旗滨科技有限公司（简称“深圳新旗滨”），故漳州旗滨成为公司三级子公司。截至 2017 年末，公司合并范围二级子公司数量增至 11 家。

2018年，公司处置子公司漳州特玻100%股权；另外，公司设立醴陵旗滨电子玻璃有限公司。截至2018年末，公司二级子公司数量仍为11家。2019年，公司投资设立二级子公司湖南旗滨节能玻璃有限公司。当年，公司向金盛硅业增资6,636.00万元，取得后者80%股权，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。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，注册资本1.00亿元，其中公司认缴6,920.00万元，持股比例为69.20%。另外，公司将所持广东节能100%股权划转至深圳新旗滨，广东节能成为公司三级子公司。截至2019年末，公司合并范围内二级子公司数量增至13家。

因分析开展需要，本评级报告所列示的2018年末、2019年末和2020年6月末合并口径“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”，将“其他应付款”中列示的“应付利息”（金额分别为0.06亿元、0.15亿元和0.14亿元）纳入刚性债务（其他短期刚性债务）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56.39亿元、52.67亿元和48.21亿元，负债规模持续收缩。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70.78亿元、75.70亿元和82.45亿元。同期末，公司资产负债率分别为44.34%、41.03%和36.90%，财务杠杆持续下降。得益于权益资本的增加及刚性债务的缩减，2017-2019年末公司权益资本与刚性债务比率分别为2.14、2.38和2.75，持续提升，权益资本对刚性债务的覆盖能力很强。

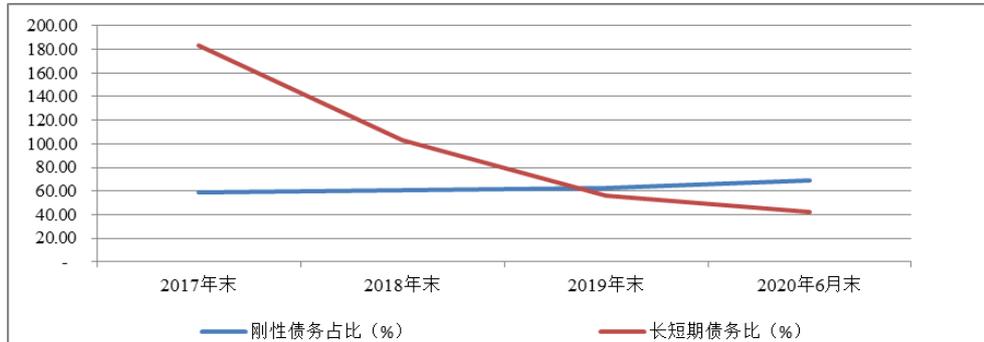
2020年6月末，主要因借款增加，该公司负债总额较年初增加9.62亿元至57.83亿元；主要因利润分配，股东权益较年初减少1.56亿元至80.89亿元。同期末，公司资产负债率虽较年初上升4.79个百分点至41.69%，但财务结构仍较稳健；权益资本与刚性债务比率降至2.04。

按照该公司规划，未来在建拟建项目投资支出将增加，债务规模预计将有所扩大，但若本次可转换公司债券发行后成功转股，将在一定程度上抑制

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
刚性债务 (亿元)	33.08	31.87	30.03	39.72
应付账款 (亿元)	7.09	7.03	5.45	7.35
其他应付款 (亿元)	5.03	3.18	2.27	1.96
递延收益-非流动负债 (亿元)	7.28	6.36	5.83	5.57
刚性债务占比 (%)	58.67	60.51	62.29	68.68
应付账款占比 (%)	12.57	13.35	11.31	12.71
其他应付款占比 (%)	8.92	6.04	4.72	3.39
递延收益-非流动负债 (%)	12.92	12.08	12.09	9.64

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，该公司负债以刚性债务为主，近年来占比有所上升；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-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，公司采取灵活结付的方式，资金充裕时可通过缩减对上游供应商付款期限以获得一定折扣。其他应付款主要系限制性股票回购义务、质保金和保证金，因回购注销股权激励性股票及质保金/保证金归还，2017-2019 年末及 2020 年 6 月末其他应付款有所减少。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计入其他收益或营业外收入，同期末余额有所减少。

从负债期限结构来看，2017-2019 年末及 2020 年 6 月末该公司长短期债务比分别为 183.14%、103.07%、55.86%和 42.60%，2017 年主要因配合深加工生产线的建设及已有产线冷修，公司增加长期债务融资，当年末长短期债务比提升较大，2018 年以来随着部分长期债务的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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
短期刚性债务合计	3.92	11.71	18.90	28.33
其中: 短期借款	2.80	4.90	9.38	19.03
一年内到期非流动负债	0.40	4.59	8.54	5.87
应付票据	0.65	2.15	0.83	3.29
其他短期刚性债务	0.07	0.06	0.15	0.14
中长期刚性债务合计	29.16	20.16	11.13	11.39
其中: 长期借款	19.16	14.83	11.13	11.39
其他中长期刚性债务	10.00	5.33	-	-
综合融资成本 (年化, %)	5.20%	4.13%	5.23%	-

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。

2017-2019 年末, 该公司刚性债务总额分别为 33.08 亿元、31.87 亿元和 30.03 亿元, 逐年缩减; 因补充流动资金及实施材料战略采购, 公司增加银行借款, 2020 年 6 月末刚性债务较年初增加 9.69 亿元至 39.72 亿元。公司融资渠道主要为银行借款及控股股东提供的财务资助款, 其中银行借款主要集中于子公司, 股东提供的资金通过公司本部拆借给子公司使用。从银行借款类型方面看, 公司借款以抵押和担保借款为主, 信用借款较少, 担保主要由公司本部、控股股东福建旗滨和实际控制人及其亲属向下属子公司提供。2017 年公司获得福建旗滨财务资助款 10.00 亿元³, 资金来源于后者发行的福建旗滨集团有限公司 2017 年非公开发行可交换公司债券 (简称 “17 旗滨 EB”), 款项拆借利率按照 17 旗滨 EB 实际发行利率及承销费率综合计算⁴; 2018 年公司偿还部分款项, 当年末余额为 5.33 亿元; 2020 年第二季度公司偿还部分款项, 截至当年 6 月末财务资助款余额为 2.00 亿元⁵。期限结构方面, 2017-2019 年末及 2020 年 6 月末公司中长期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 88.14%、63.27%、37.07% 和 28.67%, 持续下降。

融资成本方面, 根据该公司财务数据测算, 2017-2019 年末该公司年化融资成本⁶分别 5.20%、4.13% 和 5.23%, 2017-2018 年得益于控股股东将 17 旗滨 EB 所募资金拆借给公司, 资金成本较低, 使得融资成本有所下降; 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。

³ 纳入 “长期应付款” 科目核算, 在图表 23 中体现在当年末的 “其他中长期刚性债务” 中。

⁴ 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%。

⁵ 因资助款约定在 17 旗滨 EB 到期前一个月 (即 2020 年 7 月) 归还, 故 2019 年末及 2020 年 6 月末已转至 “一年内到期的非流动负债” 科目列示。

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%。

图表 24. 公司 2020 年 6 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%)	0.64	-	-	-	-
2%~3% (不含 3%)	1.54	-	-	-	-
3%~4% (不含 4%)	6.65	-	-	0.52	2.36
4%~5% (不含 5%)	8.36	1.30	1.81	3.65	0.65
5%~6% (不含 6%)	0.40	-	-	-	1.81
合计	17.59	1.30	1.81	4.17	4.83

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
营业周期（天）	62.60	42.63	42.26	-
营业收入现金率（%）	74.38	71.81	73.28	78.41
业务现金收支净额（亿元）	25.17	21.78	21.59	6.39
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.65	-1.11	-1.42	-0.82
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	23.52	20.66	20.17	5.57
EBITDA（亿元）	23.37	23.79	26.86	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.62	0.73	0.87	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	11.94	17.73	16.61	-

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，2017 年营业周期使用的 2016 年末存货数据未经追溯调整。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 62.60 天、42.63 天和 42.26 天，逐年缩短，主要系因公司加大库存控制，存货周转速度加快。公司玻璃原片销售占比大，回款基本为现款现货赊销较少，由于部分采取票据结算，故营业收入现金率较低，近年来维持在 70% 左右。2017-2019 年业务现金收入净额分别为 25.17 亿元、21.78 亿元和 21.59 亿元，虽有回落但仍保持大幅净流入状态。公司收到其他与经营活动有关的现金主要核算政府补助、利息收入和往来款的回收等；支付其他与经营活动有关的现金主要核算各项期间费用及往来款支出等。2017-2019 年，公司经营性现金流中其他因素收支净额分别为 -1.65 亿元、-1.11 亿元和 -1.42 亿元，对经营性现金流影响不大。同期公司经营性现金净流量分别为 23.52 亿元、20.66 亿元和 20.17 亿元，经营性现金流表现良好。2020 年上半年度，公司业务收支净额为 6.39 亿元（同比增加

0.80 亿元)，经营性现金流净额为 5.57 亿元（同比增加 0.28 亿元）。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 23.37 亿元、23.79 亿元和 26.86 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，EBITDA 对债务及其孳息的覆盖能力较优。

(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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
回收投资与投资支付净流入额	-0.09	0.39	0.09	-
取得投资收益收到的现金	-	-	-	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	-14.12	-10.57	-7.14	-5.27
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.91	1.45	-1.97	1.26
投资环节产生的现金流量净额	-13.31	-8.73	-9.02	-4.00

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

2017-2019 年及 2020 年上半年度，该公司投资活动现金流量净额分别为 -13.31 亿元、-8.73 亿元、-9.02 亿元和 -4.00 亿元，主要因玻璃主业相关项目投资支出而维持净流出状态，同期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 -14.12 亿元、-10.57 亿元、-7.14 亿元和 -5.27 亿元。公司收到其他与投资活动有关的现金流主要核算收到的项目保证金、理财产品的赎回以及生产线试生产收益；支付其他与投资活动有关的现金流主要核算保证金的退回和理财产品的申购。2017-2019 年及 2020 年上半年度其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为 0.91 亿元、1.45 亿元、-1.97 亿元和 1.26 亿元，其中 2019 年主要因结构性存款的办理而呈净流出状态。

(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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
权益类净融资额	-1.90	-8.07	-7.78	-7.28
债务类净融资额	-17.97	0.56	-1.93	9.69
其中：现金利息支出	-1.54	-1.17	-1.45	-0.78
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	7.92	-6.39	-0.81	-3.66
筹资环节产生的现金流量净额	-11.95	-13.90	-10.51	-1.26

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。

2017-2019 年，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 -11.95 亿元、-13.90 亿元和 -10.51 亿元，维持净流出状态。同期，吸收投资收到的现金分别为 2.13 亿元、0 亿元和 0.13 亿元，其中 2017 年金额较大主要系向符合条件的员工发行限制性股权激励性股票；因分配现金股利金额较大，同期权益

类融资净额为负，分别为-1.90 亿元、-8.07 亿元和-7.78 亿元。2017-2019 年公司债务性融资净额分别为-17.97 亿元、0.56 亿元和-1.93 亿元，2017 年银行借款净偿还金额较大；同期其他因素对筹资环节现金流量影响净额分别为 7.92 亿元、-6.39 亿元和-0.81 亿元，2017 年及 2018 年分别因收到及偿还控股股东福建旗滨财务资助款，流入及流出金额较大。2020 年上半年度，主要因分配 2019 年度现金股利，权益性融资净额为-7.28 亿元；因银行借款增加，债务性融资净额为 9.69 亿元；另外，主要因偿还福建旗滨财务资助款，其他因素对筹资环节现金流量影响净额为-3.66 亿元；当期公司筹资环节产生的现金流量净额为-1.26 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		2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动资产	金额 (亿元)	20.99	20.83	25.05	32.85
	在总资产中的比重	16.51%	16.23%	19.18%	23.68%
其中：货币资金 (亿元)		6.81	4.35	4.88	5.56
交易性金融资产 (亿元)		-	-	2.50	1.10
存货 (亿元)		5.94	7.05	6.73	13.95
其他流动资产 (亿元)		7.09	7.39	8.03	8.19
非流动资产	金额 (亿元)	106.17	107.54	105.60	105.87
	在总资产中的比重	83.49%	83.77%	80.82%	76.32%
其中：固定资产 (亿元)		78.70	83.39	84.22	85.43
在建工程 (亿元)		10.80	8.40	6.00	3.07
无形资产 (亿元)		8.46	8.24	8.71	10.09
其他非流动资产 (亿元)		4.89	4.01	3.54	4.35
期末全部受限资产账面金额 (亿元)		24.01	16.33	17.55	15.71
受限资产账面余额/总资产		18.88%	12.72%	13.43%	11.32%

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

注：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。

2017-2019 年末及 2020 年 6 月末，该公司资产总额分别为 127.16 亿元、128.38 亿元、130.65 亿元和 138.72 亿元。资产以非流动资产为主，同期末所占比重分别为 83.49%、83.77%、80.82% 和 76.32%，其中 2020 年 6 月末主要因存货增加，比重下降较为明显。

2019 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 4.88 亿元。交易性金融资产为 2.50 亿元，系结存的保本型结构性存款。存货为 6.73 亿元，主要包括原燃料和库存商品，账面价值分别为 4.81 亿元和 1.86 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，2019 年计提金额为 419.42 万元，当年转回或转销金额为 273.07 万元，当期末存货跌价准备余额为 750.49 万元。其他流动资产为 8.03

亿元，主要包括留抵税额及在产品⁷。

2019 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 84.22 亿元，其中房屋建筑物及机器设备账面价值分别为 46.63 亿元和 35.65 亿元；在建工程为 6.00 亿元，较上年末减少 2.40 亿元，主要系结转固定资产金额较大所致。无形资产为 8.24 亿元，主要为土地使用权和砂矿采矿权，账面价值分别为 7.67 亿元和 0.61 亿元。其他非流动资产为 4.01 亿元，其中预付东山县财政局的土地款为 2.70 亿元，预付的设备款和工程款分别为 0.32 亿元和 0.51 亿元。

2019 年末，该公司受限资产合计金额为 17.55 亿元（占总资产的比重为 13.43%），主要包括：货币资金 0.50 亿元（受限比例为 10.20%），主要系作承兑汇票、信用证及贷款保证金；用于抵押借款的固定资产及无形资产分别为 15.82 亿元和 1.23 亿元，受限比例分别为 18.78%和 14.11%。

2020 年 6 月末，存货较年初大幅增加 7.21 亿元至 15.63 亿元，主要系新冠疫情影响下产品库存增加，加之执行战略采购，原燃料备货增加所致；因科目结转，固定资产和在建工程分别较年初增加 1.21 亿元和减少 2.93 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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动比率 (%)	105.40	80.31	81.00	81.00
速动比率 (%) ⁸	74.69	51.65	55.60	44.36
现金比率 (%)	35.96	18.71	25.08	19.89

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

2017-2019 年末及 2020 年 6 月末，该公司流动比率分别为 105.40%、80.31%、81.00%和 81.00%；速动比率分别为 74.69%、51.65%、55.60%和 44.36%；现金比率分别为 35.96%、18.71%、25.08%和 19.89%。其中，2018 年末上述指标有所回落主要因短期债务增量较大所致。

6. 表外事项

根据审计报告所载，截至 2019 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

⁷ 主要包括玻璃熔窑内的玻璃液及锡槽内的锡液。

⁸ 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%

管理和咨询及技术服务职能。2019 年末，公司本部资产总额为 83.44 亿元，主要包括货币资金（0.15 亿元）、其他应收款（10.34 亿元）、一年内到期的非流动资产（5.33 亿元）、长期股权投资（66.89 亿元）组成。其中，其他应收款主要包括拆借给子公司使用的款项和应收子公司股利，金额分别为 7.31 亿元和 3.01 亿元；长期应收款系福建旗滨拆借给公司本部，再由公司本部拆借给下属子公司使用的款项；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 13.14 亿元，主要包括其他应付款（7.26 亿元）和一年内到期的非流动负债（5.33 亿元），前者主要包括应付子公司往来款和股权激励股票回购义务，后者系福建旗滨财务资助款。2019 年度本部实现营业收入 0.70 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 13.82 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 0.47 亿元。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. 股东及实际控制人支持

近年来，控股股东及实际控制人在融资担保和资金方面给予该公司一定的支持。截至 2020 年 6 月末，公司应付福建旗滨财务资助款本金余额为 2.00 亿元；福建旗滨、俞其兵及其亲属对公司提供的担保合同金额为 17.00 亿元。

2. 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。2020 年 6 月末，公司获得银行授信总额 66.30 亿元，未使用的授信额度为 28.47 亿元，后续尚有一定融资空间⁹。

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）	66.30	28.47	-	抵押、担保为主
其中：国家政策性金融机构（亿元）	8.68	-	美元：LIBOR（6M）+300BP	抵押、担保为主
工农中建交五大商业银行（亿元）	32.30	13.78	LPR+0-70BP	抵押、担保为主
其中：政策性银行及五大商业银行占比	61.81%	48.40%	-	-

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理（截至 2020 年 6 月末）。

⁹ 外币授信额度根据 2020 年 6 月 30 日汇率中间价折算，其中美元兑人民币按 7.0795，林吉特兑人民币按 1.6531 折算。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换公司债券，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。在可转债期满后 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，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任何一种出现时，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，公司股票连续三十个交易日中至少有十五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，在本次可转债最后 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，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债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，在本次可转债存续期内，若本次发可转债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，可转债持有人享有一次回售的权利。

若本次债券不能转股则会增加该公司本息支出压力。同时，基于上述赎回和回售条款，公司还可能面临本次债券存续期缩短的风险。

2. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

2017-2019 年，该公司营业收入逐年增长，成本及费用控制情况良好，主营业务盈利能力较强，利润规模持续扩大，近三年分别实现净利润 11.42 亿元、12.08 亿元和 13.46 亿元。同期，EBITDA 分别为 23.37 亿元、23.79 亿元和 26.86 亿元，EBITDA 对债务及其孳息的覆盖能力强。整体看，公司核心业务盈利可为本次债券的还本付息提供一定保障。

（2）再融资能力

银行等金融机构对该公司的信贷支持力度较大，公司当前尚留有一定的债务融资空间。另外，公司系 A 股上市公司，融资渠道较通畅，未来亦可通过增发等形式实现资本补充。整体看，公司再融资能力较强。

评级结论

该公司系民营上市公司，控股股东为福建旗滨，实际控制人为自然人俞其兵。公司业务以浮法玻璃的生产销售为主，产能主要分布于我国华东、华南、华中地区以及马来西亚，规模优势较突出。公司拥有较为丰富的硅砂资源，浮法玻璃生产原料保供能力较强，且有助于玻璃产品品质及成本的控制。近年来公司加大了浮法玻璃下游深加工领域的拓展力度，节能玻璃业务规模快速扩张。2017-2019年，公司浮法玻璃在产产能增加，另外2018年以来新建节能玻璃生产线陆续投产，浮法玻璃及节能玻璃产销量增长带动收入及盈利规模持续扩大。2020年上半年度主要受新冠疫情影响，公司浮法玻璃产销量及销售均价下滑，收入同比有所减少，但得益于原燃料价格下跌，营业毛利同比小幅增加；因修理维护费用增加，加之确认较大金额汇兑损失，盈利规模同比小幅缩减。

近三年，该公司盈利情况良好，利润留存带动所有者权益持续增长；同时经营性现金流充沛，刚性债务规模逐年缩减，资产负债率持续下降。受新冠疫情影响，2020年上半年度公司增加短期债务融资用于经营周转，资产负债率虽小幅回升，但财务结构仍稳健。公司当前债务期限结构偏向短期，资产以非流动资产为主，流动性指标偏弱。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

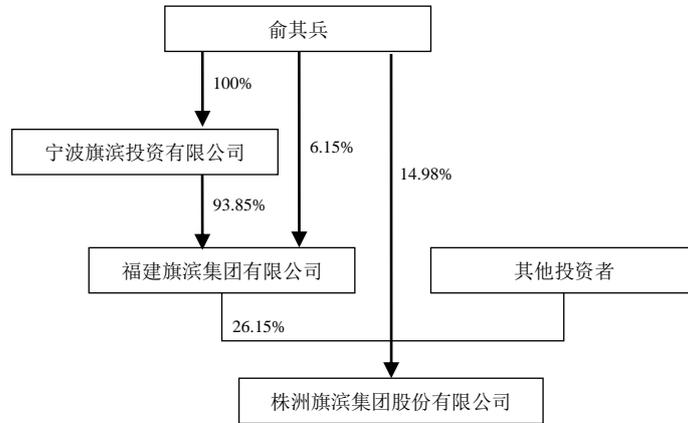
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

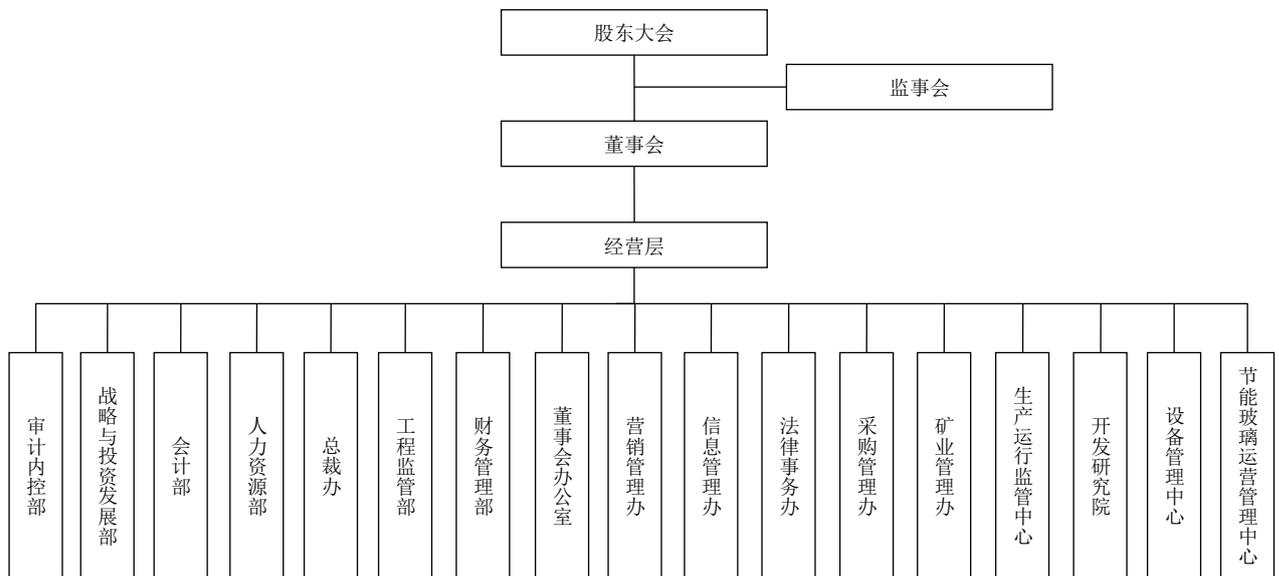
公司与实际控制人关系图



注：根据旗滨集团提供的资料绘制（截至 2020 年 6 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（截至本评级报告出具日）。

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	2019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	30.03	85.99	95.10	13.81	20.35	
株洲旗滨集团股份有限公司	旗滨集团	本级	-	-	5.87	70.30	0.70	13.82	0.47	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	6.53	22.68	25.34	4.46	8.32	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	1.20	5.11	7.59	1.10	2.44	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	5.01	15.86	17.60	2.90	2.67	
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	3.01	21.12	28.30	4.44	5.95	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	浮法玻璃制造	5.82	4.97	7.05	0.22	0.87	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	2.22	3.10	5.13	0.24	1.39	
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	0.80	1.25	3.26	0.16	0.52	
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	-	0.55	0.01	-0.05	-0.07	
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	0.79	1.30	2.79	0.17	0.35	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	1.98	0.87	0.82	-0.21	0.04	

注：根据旗滨集团2019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]	2017年	2018年	2019年	2020年 上半年度
资产总额 [亿元]	127.16	128.38	130.65	138.72
货币资金 [亿元]	6.81	4.35	4.88	5.56
刚性债务[亿元]	33.08	31.87	30.03	39.72
所有者权益 [亿元]	70.78	75.70	82.45	80.89
营业收入[亿元]	75.85	83.78	93.06	37.91
净利润 [亿元]	11.42	12.08	13.46	5.05
EBITDA[亿元]	23.37	23.79	26.86	-
经营性现金净流入量[亿元]	23.52	20.66	20.17	5.57
投资性现金净流入量[亿元]	-13.31	-8.73	-9.02	-4.00
资产负债率[%]	44.34	41.03	36.90	41.69
权益资本与刚性债务比率[%]	213.96	237.52	274.57	203.67
流动比率[%]	105.40	80.31	81.00	81.00
现金比率[%]	35.96	18.71	25.08	19.89
利息保障倍数[倍]	7.66	10.91	10.52	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	62.60	42.63	42.26	-
毛利率[%]	32.06	28.79	29.44	29.54
营业利润率[%]	17.79	16.10	16.99	15.07
总资产报酬率[%]	11.96	11.46	13.13	-
净资产收益率[%]	17.43	16.49	17.02	-
净资产收益率*[%]	17.44	16.49	17.04	-
营业收入现金率[%]	74.38	71.81	73.28	78.41
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	74.25	90.13	70.95	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	17.05	21.89	22.11	-
EBITDA/利息支出[倍]	11.94	17.73	16.61	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.73	0.87	-

注：表中数据依据旗滨集团经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年上半年度财务数据整理、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/(期初应收账款账面价值+期末应收账款账面价值)/2)+365/(报告期营业成本/(期初存货账面价值+期末存货账面价值)/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。

评级声明

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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建材行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U
证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币 3000.0000 万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至 不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供
 投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年08月18日





营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

年报提示

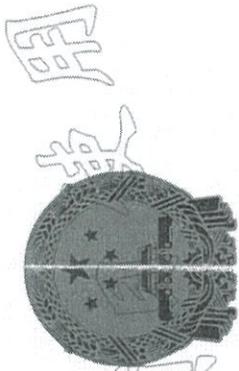
请于每年1月1日至6月30日
申报年报, 逾期
将列入经营异常名录



登记机关



2016年08月18日



仅限评级项目使用

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

仅限评级项目使用

公司名称：上海新世纪资信评级投资服务有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：宋荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号：ZPJ003



中国证券监督管理委员会

2012年11月2日

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 杨亿

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070218100003



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



仅供评级
项目使用



2019-03-02

姓名：覃斌

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070219030001



2019年03月04日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。