

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(2022)100209】

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+/2022年6月7日

前次跟踪: 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	2019年	2020年	2021年	2022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	0.15	0.38	5.22	4.70
刚性债务	5.87	0.50	11.95	12.12
所有者权益	70.30	79.50	90.08	90.63
经营性现金净流入量	0.47	0.80	1.05	-0.68
合并口径数据及指标:				
总资产	130.55	143.02	209.48	216.12
总负债	48.20	47.88	74.44	74.49
刚性债务	30.03	21.34	32.50	40.73
所有者权益	82.35	95.13	135.05	141.63
营业收入	93.06	96.43	145.73	30.63
净利润	13.36	18.09	42.21	5.22
经营性现金净流入量	20.17	31.18	50.73	-0.35
EBITDA	26.68	31.89	60.36	-
资产负债率[%]	36.92	33.48	35.53	34.47
权益资本与刚性债务比率[%]	274.25	445.77	415.59	347.69
流动比率[%]	81.00	88.84	189.87	232.18
现金比率[%]	25.08	34.93	116.99	143.43
利息保障倍数[倍]	10.41	16.93	45.82	-
净资产收益率[%]	16.91	20.39	36.68	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	70.95	91.42	122.88	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	22.11	41.58	50.89	-
EBITDA/利息支出[倍]	16.50	24.52	55.14	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.86	1.24	2.24	-

注:根据旗滨集团经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。其中,2019-2020年部分数据根据差错更正后数据计算及填列。

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2021年以来旗滨集团在市场地位、资源及原料保供能力、盈利能力以及财务结构方面保持优势,同时也反映了公司在浮法玻璃业务、投融资和业务拓展以及海外业务方面继续面临压力与风险。

主要优势:

- **规模优势明显,市场地位较高。**旗滨集团系我国浮法玻璃龙头企业之一,规模优势明显,在我国华东及华南地区具有较高的市场地位。
- **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,公司现有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。
- **盈利能力较强。**得益于浮法玻璃价格上涨及主要原材料成本的相对有效控制,加之节能玻璃业务的拓展,2021年旗滨集团收入及利润大幅增长,盈利能力较强。
- **财务结构稳健。**跟踪期内旗滨集团债务虽有所增长,但得益于良好的经营积累,公司资产负债率维持在低水平,财务结构稳健。

主要风险:

- **浮法玻璃需求下滑及成本转移风险。**浮法玻璃行业目前结构性过剩矛盾仍较突出。2022年以来下游需求较弱,同时行业高开工率下,玻璃库存升至近年新高,玻璃价格存在下行预期,原燃料价格高位情况下,行业企业成本转移压力或将加大。

- **投融资压力及业务拓展风险。**旗滨集团当前在建拟建玻璃类项目较多，待投资金额大，未来面临较大的资本性支出压力和新增产能释放风险。
- **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。2021年海外节能玻璃业务尚处于亏损状态。

➤ 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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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，优化财务结构；10.50 亿元用于 3 个项目投资。截至 2022 年 3 月末，公司已累计使用募集资金 12.52 亿元，其中项目投资 8.02 亿元（具体如图表 1 所示）。募投项目进度方面，偿还银行贷款已经实施完毕；长兴节能项目和天津节能项目建设仍在按照计划实施，项目尚未完成；湖南节能二期项目建设未达计划进度。

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（简称“长兴节能项目”）	长兴旗滨节能玻璃有限公司	6.56	4.20	3.83
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	3.89
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	0.31
偿还银行借款	旗滨集团	4.50	4.50	4.50
合计	-	18.61	15.00	12.52

资料来源：旗滨集团（截至 2022 年 3 月末）

注：上表存在加总尾差。

截至 2022 年 3 月末，本次债券已累计转股 8.46 万股，转股金额为 108.40 万元，待偿还本金余额为 14.99 亿元。该公司除本次债券外，未发行其他债券。

图表 2. 截至 2022 年 5 月末公司存续债券概况（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/当前利率	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	14.99	6 年	0.20%/0.40%	2021-04-09	2027-04-09	15 亿元/2021 年 2 月	正常付息

资料来源：公开资料

注：待偿还本金余额系截至 2022 年 3 月末。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

我国平板玻璃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。2021年下游需求释放良好，玻璃价格大幅上升，原燃料价格虽亦走高，但行业利润仍实现大幅度增长。2022年以来下游需求较弱，行业高开工率下库存走高，玻璃价格存下行预期，原燃料价格高位情况下，企业成本转移压力或将加大。

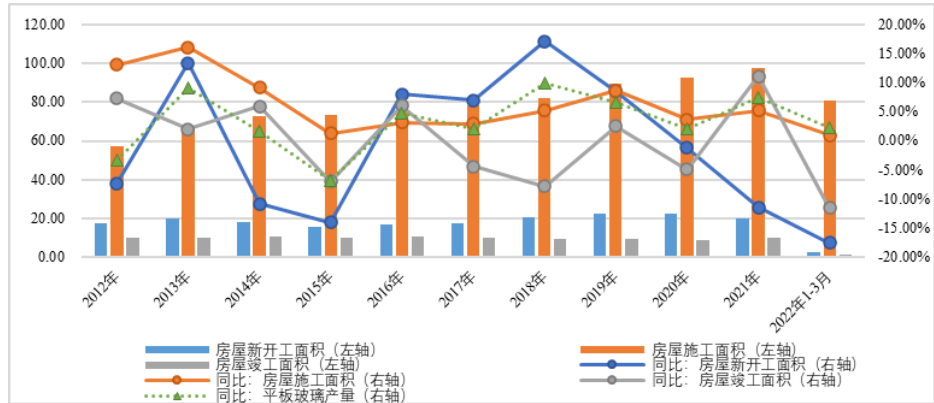
A. 行业概况

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，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，2019-2021年全国房地产开发投资完成额分别为13.22万亿元、14.14万亿元和14.76万亿元，同比分别增长9.92%、7.00%和4.35%，保持增长，但增速逐年放缓。同期，房屋施工面积分别为89.38亿平方米、92.68亿平方米和97.54亿平方米，同比分别增长8.70%、3.69%和5.25%；其中新开工面积分别为22.72亿平方米、22.44亿平方米和19.89亿平方米，增长率分别为8.51%、-1.20%和-11.38%；竣工面积分别为9.59亿平方米、9.12亿平方米和10.14亿平方米，增长率分别为2.56%、-4.92%和11.18%。房地产开复工规

模保持增长，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 年因房地产前期销售带来的交付压力加大，当年竣工规模实现较大幅度增长，对玻璃需求形成利好。2022 年第一季度，我国房屋新开工、施工及竣工面积分别为 2.98 亿平方米、80.63 亿平方米和 1.69 亿平方米，同比增长率分别为-17.49%、0.99%和-11.47%。

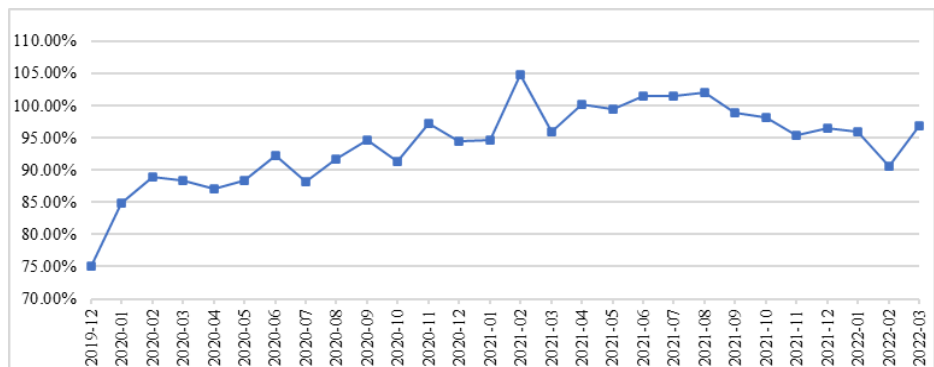
图表 3. 2012 年以来我国房地产施工及平板玻璃产量情况（单位：亿平方米）



资料来源：Wind

产能方面，2013 年以来我国新增平板玻璃产能受到严格的政策约束，政策规定新建生产线需实施产能置换。平板玻璃行业有效产能主要受产能置换和生产线冷修停/复产影响。根据百川盈孚数据显示，2020 年初至 2021 年 8 月平板玻璃行业开工率整体呈波动上行态势，2021 年 9 月我国多地因落实能耗双控政策而对高能耗行业实施限电限产，玻璃行业企业生产受到较大影响，加之部分窑龄即将到期的生产线放水冷修，行业开工率有所回落，2022 年 3 月以来冷修生产线复产使得开工率重启回升。根据月度开工率均值测算，2021 年全年开工率同比提升 8.46 个百分点；2022 年第一季度开工率同比下降 4.06 个百分点。根据 Wind 数据显示，2019-2021 年我国平板玻璃产量分别为 9.27 亿重量箱、9.46 亿重量箱和 10.17 亿重量箱，同比分别增长 6.68%、2.05%和 7.50%；2022 年第一季度平板玻璃产量为 2.53 亿重量箱，同比增长 2.31%。

图表 4. 2020 年以来我国平板玻璃生产线开工率



资料来源：百川盈孚

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

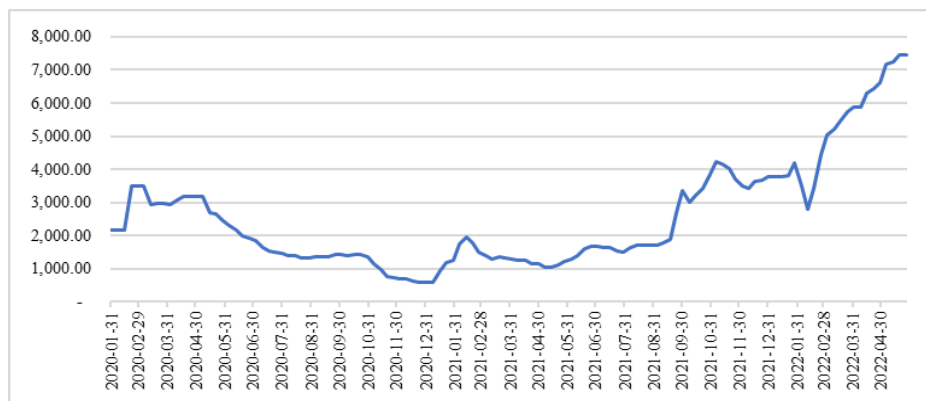
平敏感性高。2019 年玻璃价格¹先抑后扬，全年价格中枢约为 80 元/重量箱。2020 年第一季度，行业淡季并叠加新冠疫情因素影响下，玻璃需求启动滞后，加之物流运输受限，玻璃库存²大幅增加，3 月最高达到 3,500 万重量箱左右；需求疲弱加之高库存影响，玻璃价格走弱，4 月起生产商出货逐步恢复，库存集中消纳使得行业竞价加剧，价格加速下跌，月末最低降至 67 元/重量箱；5-8 月下游拿货意愿增加，价格持续回升；9-11 月价格稳定在 100 元/重量箱左右；12 月受南方赶工及库存低水平拉动，价格再次拉涨，年末价格升至 115 元/重量箱左右。2021 年春节前玻璃价格回落，3 月起下游恢复生产，价格企稳回升；第二季度房地产进入竣工周期，需求支撑下价格逐步走高；7-8 月原燃料价格上涨对价格形成支撑，价格达到全年最高的 157 元/重量箱；第四季度房地产资金面紧张，需求量收缩，价格快速下跌，年末价格回落至 110 元/重量箱左右。2022 年 2 月春节后价格短期反弹至 120 元/重量箱左右，但 3 月以来行业开工率提升，供应增加，部分地区因新冠疫情原因处于封控状态，需求释放较弱，库存持续走高，至 5 月末达到 7,400 万重量箱，玻璃价格回落至 100 元/重量箱。

图表 5. 2019 年以来我国浮法平板玻璃 4.8/5mm 市场价走势（单位：元/重量箱）



资料来源：百川盈孚

图表 6. 2020 年以来我国平板玻璃工厂总库存情况（单位：万重量箱）



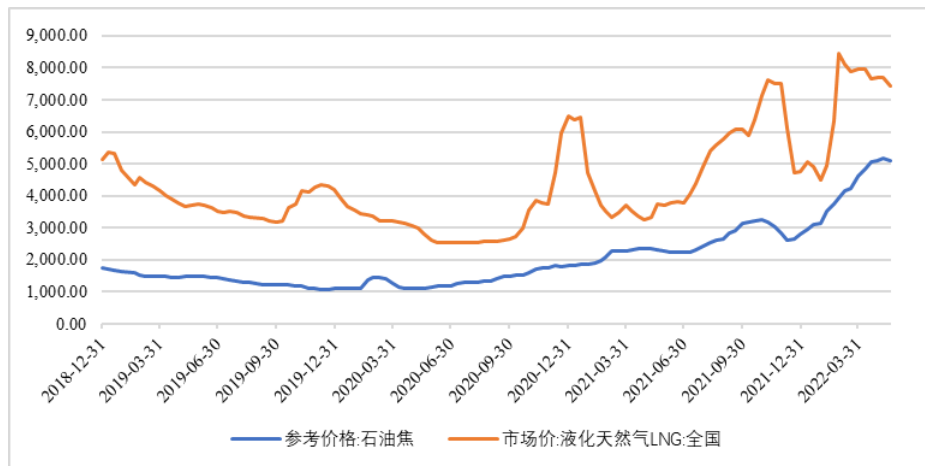
资料来源：百川盈孚

¹ 以百川盈孚浮法平板玻璃 4.8/5mm 市场价为例，下同。

² 以百川盈孚平板玻璃工厂总库存为例，下同。

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。重油和石油焦均为石油炼化产品，价格波动具有较强的同向性。以百川盈孚石油焦参考价格为例，2019年价格呈下行走势，年初价格为1,770元/吨左右，年末价格降至1,100元/吨左右；2020年2-3月价格经历一次快速起落，幅度在350元/吨左右，4月下旬起价格持续上涨，年末突破1,800元/吨，全年价格中枢约为1,370元/吨，较上年基本持平；2021年价格波动走高，年内峰值出现在10月末，达到3,200元/吨，11月至12月中旬价格回落至2,650元/吨，下旬价格再次上涨，年末价格为2,750元/吨，全年价格中枢2,500元/吨左右，较上年中枢上涨了80%左右；2022年以来价格大幅上涨，截至5月末已升至5,000元/吨左右。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格为例，2019年初价格为5,200元/吨左右，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，第四季度价格最高回升至4,350元/吨左右；2020年上半年价格再次回落，6月末价格触底2,500元/吨并持稳，第四季度价格大幅反弹，年末价格升至6,500元/吨左右；2021年价格波动幅度亦巨大，3-4月价格最低跌至3,270元/吨左右，5月至11月上旬价格反弹冲高，峰值达7,635元/吨，11月中旬至年底价格大幅回落至4,750元/吨左右；2022年2月因供应趋紧，加之下游用气需求增加，价格直线式上涨，峰值达8,400元/吨，3月以来价格波动下行，但幅度较小，5月末价格仍高达7,400元/吨。

图表 7. 2019 年以来我国石油焦及天然气价格走势（单位：元/吨）

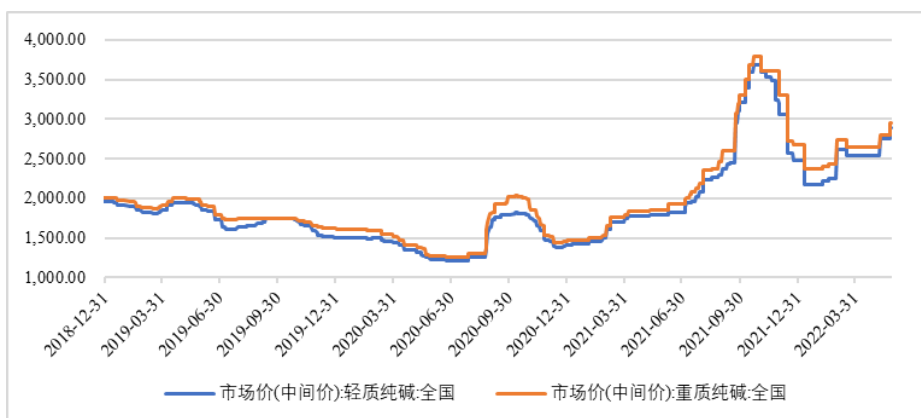


资料来源：百川盈孚

纯碱系玻璃生产重要的原料，约占玻璃生产成本的20%。2019年我国纯碱产能增加，产量同比增长，而下游因受环保和贸易摩擦影响，需求增长乏力，供需矛盾凸显，价格震荡走低。以我国重质纯碱市场价中间价为例，年初价格为2,000元/吨，年末价格降至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。2021

年 1-2 月价格维持低位，第二季度因检修造成在产产能减少，价格进入上行通道；7-10 月受安全环保以及限电影响，供应减少，而下游正值需求旺季，价格大幅走高，达 3,800 元/吨，创历史最高水平；11-12 月产能开工率提升，下游进入淡季，年底价格回落至 2,680 元/吨。2022 年以来价格仍处于相对高位，且呈上行趋势，5 月末价格升至 2,950 元/吨左右。

图表 8. 2019 年以来我国纯碱价格走势（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，2019-2021 年平板玻璃行业收入分别为 843 亿元、926 亿元和 1,184 亿元，利润总额分别为 98 亿元、130 亿元和 247 亿元，主要得益于玻璃价格上涨，2021 年行业效益大幅提升。

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。

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，工信部发布了《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。

2021年7月工信部发布了修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，其中进一步明确了平板玻璃产能置换项目置换比例要求；对可用于置换的产能进行了解释；对产能置换项目履程序进行明确。该文件的出台有利于行业产能置换行为的规范实施。

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，随着限制新增产能政策持续及环保要求趋严，国内市场竞争格局基本稳定，近年来国内玻璃龙头企业相继开拓海外业务，并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	145.73	50.24	600.27	3,335.00	209.48	35.53	4.81	42.21	50.73
信义玻璃控股有限公司	304.59	51.80	未披露	未披露	461.93	38.57	2.24	115.71	89.50
中国南玻集团股份有限公司	136.29	35.07	299.00	3,946.00	199.39	40.49	2.86	15.61	39.02
福耀玻璃工业集团股份有限公司	236.03	35.90	142.24	12,246.00	447.85	41.29	2.46	31.43	56.77
上海耀皮玻璃集团股份有限公司	46.49	19.38	62.89	2,359.82	71.83	37.97	7.34	1.35	5.84
山东金晶科技股份有限公司	69.22	34.30	173.71	592.00	108.24	48.65	3.10	13.35	16.12
凯盛科技集团有限公司	333.42	21.86	189.71	9,854.38	904.12	74.62	0.63	10.78	13.21
中国玻璃控股有限公司	50.65	34.23	204.65	未披露	103.81	67.46	0.70	8.02	9.57

资料来源：新世纪评级整理

注：上表数据为2021年/末数据，凯盛科技集团有限公司产量指标以2020年数据填列；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；上表币种均折算为人民币。

D. 风险关注

行业产能过剩仍较严重，供需平衡压力较大。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，平板玻璃行业仍面临较突出的结构性过剩问题。目前行业产能开工率处于高位，在房地产开发投资明显放缓的背景下，行业未来或将面临较大的供需平衡压力。

成本转移压力或将加大。玻璃行业生产刚性强，熔窑点火后燃料系统将持续运作，燃料价格对行业企业生产成本影响重大。2021年以来重油和石油焦价格持续上涨，天然气价格大幅波动走高。另外，纯碱价格仍处于相对高位。

目前玻璃行业库存较高，价格存在下行预期。整体看，行业中短期成本转移压力或将加大。

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

该公司主要产品为浮法玻璃和节能玻璃，2021年以来新增电子玻璃和药用玻璃，但尚未形成规模。公司浮法玻璃业务规模优势明显，具有较高的市场地位。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较强。得益于浮法玻璃价格上涨及公司战略采购的实施，加之节能玻璃业务的拓展，2021年收入及利润大幅增长；2022年第一季度主要因原燃料采购价格上涨，公司盈利有所下滑。公司在建拟建项目较多，将面临较大的投融资压力。

该公司主营业务突出，主要产品包括浮法玻璃和节能玻璃，2021年以来新增的电子玻璃和药用玻璃尚未形成规模；公司所涉及的物流及贸易等业务经营规模很小。公司在国内的玻璃生产及加工业务目前主要覆盖华东及华南地区，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	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
营业收入合计	93.06	96.44	145.73	30.63
其中：核心业务收入	91.97	95.37	144.51	30.36

主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
其中：（1）浮法玻璃	85.28	84.28	124.19	25.06
在核心业务收入中所占比重（%）	92.73	88.37	85.94	82.53
（2）节能玻璃	6.69	11.10	20.32	5.30
在核心业务收入中所占比重（%）	7.27	11.63	14.06	17.47
毛利率（%）	29.44	37.28	50.24	34.41
其中：浮法玻璃（%）	28.91	37.23	51.57	34.86
节能玻璃（%）	30.16	33.18	42.02	32.45

资料来源：旗滨集团

注：2021年以来公司电子玻璃和药用玻璃收入成本纳入浮法玻璃板块核算，因规模尚小，故未拆分列示。

2019-2021年，该公司分别实现营业收入93.06亿元、96.44亿元和145.73亿元，其中核心业务收入分别为91.97亿元、95.37亿元和144.51亿元，持续增长。2021年随着已投产生产线达产度的提升及销售端的拓展，公司节能玻璃产销量增加，业务收入保持高速增长，对营业收入的贡献度持续提升；公司浮法玻璃产销量保持相对稳定，主要得益于价格大幅上涨，浮法玻璃收入同比增长47.36%，在核心业务收入中占比虽有所下降，但2021年仍达85.94%。2019-2021年，公司综合毛利率分别为29.44%、37.28%和50.24%。2021年，浮法玻璃毛利率为51.57%，同比提升14.34个百分点，主要得益于产品价格的上涨以及战略采购的实施；节能玻璃毛利率为42.02%，同比提升8.83个百分点，当年原片玻璃价格虽上涨，但公司通过推行节能玻璃价格开口合同，使得成本压力能够及时传导，另外毛利率提升还得益于生产线产能释放，使得成本得以摊薄。

2022年第一季度，该公司营业收入同比微增4.79%至30.63亿元，主要因原燃料价格上涨，综合毛利率同比下降17.30个百分点至34.41%。

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“郴州光伏”）	1	1,000
合计	26	17,600

注：根据旗滨集团提供的数据绘制（截至2022年3月末）。

截至2022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，2019年1月郴州光伏1条1000吨/日光伏玻璃生产线正式投入商业运营，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；2021年9月漳州旗滨四线冷修，并于2022年2月复产，其余生产线均正常生产。2019-2021年公司生产线在役日均融化量³合计分别为16,933吨、16,850吨和17,333吨，2021年在役产能同比增加。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、河源硅业和长兴旗滨仍有部分生产线窑龄已较长，将在2022-2023年陆续进行冷修。

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，主要依托自身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2022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）。

电子玻璃方面，该公司醴陵电子玻璃项目于2018年开始投建，2019年7月项目一期（设计产能65吨/天）点火并进入试生产阶段，2020年4月投入商业运营，2021年以来生产已逐步稳定；截至2022年3月末，醴陵电子玻璃二期项目（设计产能65吨/天）尚在建设中，预计当年10月投入商业运营。药用玻璃方面，湖南药玻一期玻璃素管生产线（设计产能25吨/天）于2021年1月28日点火，经过生产调试，于当年10月投入商业运营；截至2022年3月末，湖南药玻二期项目（设计产能40吨/天）尚在建设阶段，预计于当年10月点火，2023年6月正式投入商业运营。光伏玻璃方面，截至2022年3月末公司已投运1条光伏玻璃浮法工艺生产线（即前述郴州光伏生产线）；另外，公司自2020年以来加速光伏玻璃布局，同期末在建5条光伏玻璃生产线（合计产能6,000吨/天），另有6条生产线处于筹建状态（合计产能为7,200吨/天）。

B. 生产及销售

2019-2021年，该公司浮法玻璃原片产量分别为11,885.45万重量箱、11,676.00万重量箱和12,005.47万重量箱，保持相对稳定，2020年主要受漳州旗滨生产线冷修影响而小幅下降，2021年得益于在役产能增加，产量小幅增

³ 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。

长。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；销售结算模式主要为现款现货，赊销较少。2019-2021 年，公司浮法玻璃原片销售量分别为 11,844.72 万重量箱、11,377.00 万重量箱和 11,892.23 万重量箱，产销率保持高水平；同期销售均价分别为 74.88 元/重量箱、77.72 元/重量箱和 113.82 元/重量箱，2021 年前三季度玻璃价格大幅上涨，第四季度起价格虽快速回落，但全年价格中枢仍明显上移，公司 2021 年销售均价同比大幅提高 46.45%。2022 年第一季度，公司浮法玻璃原片产量较上年同期基本持平，销量同比微降 4.74%；销售均价为 104.16 元/重量箱，较上年同期上涨 7.12%。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
产量（万重量箱）	11,885.45	11,676.00	12,005.47	2,939.50
销量（万重量箱）	11,844.72	11,377.00	11,892.23	2,719.64
产销率	99.66%	97.44%	99.06%	92.52%
销售均价（元/重量箱）	74.88	77.72	113.82	104.16

注：根据旗滨集团提供的数据绘制。

该公司节能玻璃产品包括镀膜玻璃和中空玻璃。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 3 个月左右；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。近年来公司加大产品推广力度，销售客户持续拓展，并且随着新建和扩建产能的投产和达产率的提高，供货能力得以提升，2021 年公司节能玻璃产销量同比分别增长 49.35% 和 48.79% 至 3,335 万平方米和 3,260 万平方米。2022 年第一季度产销量分别为 958.68 万平方米和 792.22 万平方米，同比分别增长 32.97% 和 18.75%。

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	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年第一季度（末）
产量	1,159.92	2,233.00	3,335.00	958.68
销量	1,126.58	2,191.00	3,260.00	792.22
库存量	33.17	75.00	150.00	301.86

资料来源：旗滨集团

该公司电子玻璃和药用玻璃业务尚处于拓展阶段，当前产销规模不大。公司已投产的醴陵首条电子玻璃生产线产品为多种规格的贴片玻璃、盖板玻璃及车载玻璃，玻璃种类包括高铝硅和锂铝硅玻璃。经过调试，2021 年以来该线生产已逐步趋于稳定，良品率达到 60% 以上。电子玻璃品规较多，公司采取以销定产模式，主要客户集中于珠三角和长三角地区，以贸易商为主。公司湖南药玻一期项目主要生产各规格安瓿管和西林瓶；投产以来，产品质量逐步提升，

目前分选合格率在 60-70%，包装良品率在 50-60%。公司药用玻璃销售以直销为主，客户包括制瓶企业和药企。

从产销量来看，该公司当前玻璃产品仍以浮法玻璃原片为主，其运输成本高，存在销售半径约束，但公司大部分生产基地均配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。公司国内销售区域主要包括华东、华中和华南地区，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，2019-2021 年华东、华南及华中地区收入合计分别为 82.77 亿元、87.35 亿元和 131.95 亿元，占主营业务收入的比重分别为 89.96%、91.56% 和 91.23%。同期，海外业务收入分别为 8.31 亿元、7.02 亿元和 8.88 亿元，占比分别为 9.03%、7.36% 和 6.14%；其中 2020 年主要受新冠疫情冲击，收入同比减少 15.46%；2021 年公司马来西亚浮法玻璃业务经营改善情况较好，节能玻璃业务经营仍弱于预期，综合影响下当年海外业务收入有所回升，但增幅小于国内业务收入。

C. 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。其中，纯碱、重油及石油焦由该公司本部统筹协调进行采购，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，在价格低谷时进行战略采购，降低采购价格风险。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。

近年来该公司持续扩充硅砂资源储备并建设生产基地。2019-2020 年公司分别新获取 1 处硅砂矿采矿权。截至 2022 年 3 月末公司共有硅砂基地 5 个，分别位于漳州、河源、郴州、醴陵以及马来西亚森美兰州；硅砂保有储量合计达 3,321.90 万吨，资源储备较为丰富。2019-2021 年公司硅砂自给率⁴分别为 47.84%、43.86% 和 55.63%，已达到行业较高水平，2021 年提升幅度较大，主要系因醴陵基地投产。硅砂的自供有利于保障原料供应的稳定性，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；公司漳州、河源和醴陵硅砂基地距自供生产线运输距离短（分别为 25 公里、16 公里和 26 公里），物流成本优势较明显。

纯碱系基础化工原料，其采购价格一般随行就市。2019-2021 年，公司纯碱采购均价分别为 1,634.72 元/吨、1,361.00 元/吨和 2,021.00 元/吨，2021 年前三季度纯碱市场价格大幅走高，公司于年初加大库存储备，全年纯碱采购均价同比上涨 48.49%，明显低于当年市场价格平均涨幅。

图表 15. 公司原材料采购价格情况（单位：元/吨、元/m³）

项目	硅砂	纯碱	重油	石油焦	天然气
2019 年	185.41	1,634.72	2,780.88	1,298.34	2.32
2020 年	205.00	1,361.00	2,357.00	998.00	2.20

⁴ 以自供量和外采量为依据计算，公式为：自供量 / (自供量 + 外采量) * 100%。

项目	硅砂	纯碱	重油	石油焦	天然气
2021 年	295.00	2,021.00	2,908.00	1,530.00	2.16
2022 年第一季度	330.00	2,330.00	3,682.00	2,016.00	2.57

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；双燃料系统下公司能够根据燃料价格情况对使用配比进行调整，进行成本控制。2021 年重油和石油焦市场价格大幅上涨，公司于年初进行较大规模战略采购，当年重油和石油焦采购价格同比分别上涨 23.38% 和 53.31%，小于市场价平均涨幅；天然气价格波动大，当年公司采购价格同比微降 1.82%。

整体看，在玻璃原燃料价格普遍大幅上涨的背景下，2021 年该公司通过适时开展战略采购抑制了采购价格的涨幅；得益于玻璃价格上涨，成本上涨传导充分，盈利空间明显扩大。2022 年第一季度，纯碱价格虽自峰值回落，但当期仍处于高位，燃料价格持续走高，当前公司纯碱采购均价同比上涨 77.73% 至 2,330 元/吨，重油、石油焦和天然气采购均价同比分别上涨 78.65%、52.84% 和 30.46% 至 3,682 元/吨、2,016 元/吨和 2.57 元/立方米；当期玻璃销售价格同比上涨幅度相对较小，成本传导压力加大，盈利空间缩小。

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。公司于 2020 年获取当地硅砂采矿权，2021 年硅砂基地投产但当年及 2022 年第一季度硅砂自供量相对较小；另外，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 年马来西亚旗滨实现营业收入 5.21 亿林吉特（折人民币 7.96 亿元），同比增长 31.57%；净利润为 1.35 亿林吉特（折人民币 2.07 亿元），实现扭亏⁵。

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 年南方节能实现营业收入 1.29 亿林吉特（折人民币 1.97 亿元），

⁵ 折算数据根据林吉特兑人民币年末汇率中间价计算，同比根据本位币数据计算，下同。2020 年末和 2021 年末林吉特兑人民币汇率中间价分别为 1.6173 和 1.5266。

同比增长 42.57%；净利润为-0.15 亿林吉特（折人民币-0.23 亿元），亏损额同比增加 433.95 万林吉特（折人民币 662.49 万元）。

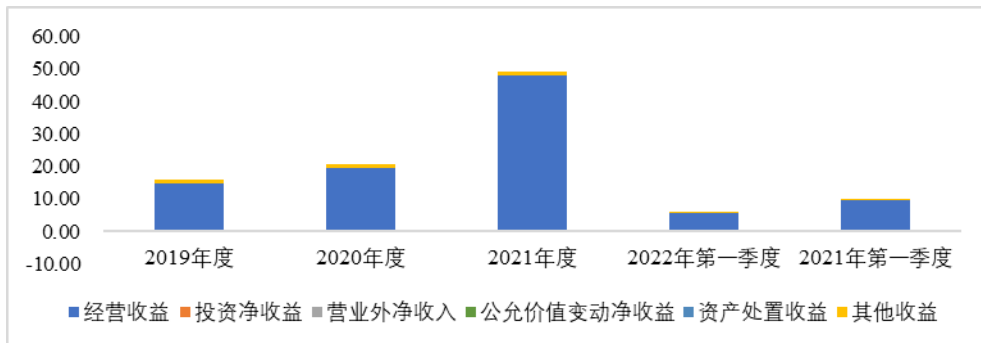
整体看，2021 年该公司海外浮法玻璃业务实现扭亏；节能玻璃经营情况弱于预期，亏损额有所加大，未来经营改善情况有待持续关注。

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，2019-2021 年研发投入金额（含资本化）分别为 3.98 亿元、4.22 亿元和 6.47 亿元，占营业总收入的比重分别为 4.28%、4.37%和 4.44%。为强化研发能力以满足公司战略发展需要，2021 年公司推动了研发架构调整；当年新引进研发人才 15 人，申请专利 102 项，授权专利 92 项。

(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⁶

2019-2021 年，该公司分别实现营业毛利 27.40 亿元、35.94 亿元和 73.21 亿元，2021 年得益于玻璃价格大幅度上涨及主要原材料采购成本的相对有效控制，毛利同比大幅增长 103.72%。同期，公司期间费用分别为 11.43 亿元、13.65 亿元和 22.29 亿元。其中销售费用相对较小，分别为 1.29 亿元、0.87 亿元和 1.25 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%，2021 年增长主要因节能玻璃及其他新拓展玻璃业务销售规模扩大所致。管理费用分别为 5.14 亿元、7.21 亿元和 13.88 亿元，2021 年大幅增加主要因业绩大幅增长，计提的业绩奖励增加，以及股权激励成本增加所致。研发费用分别为 3.88 亿元、4.28 和 6.47 亿元，随着研发力度的加大而逐年增长。财务费用分别为 1.12 亿元、1.29 亿元和 0.69 亿元，2021 年减少主要得益于本次可转换公司债券的发行，公司债务结构有所优化，融资成本下降。同期，税金及附加分别为 1.21 亿元、1.26 亿元和 1.77 亿元，2021 年增长主要因城市维护建设税和教育费附加税增长所致。资产减值损失（含信用减值损失）分别为 0.17 亿元、1.43 亿元和 1.02 亿

⁶ 含资产减值损失及信用减值损失。

元，2020 年主要系淘汰油罐及制氧器等设备而确认的固定资产减值损失，2021 年主要包括淘汰固定资产产生的减值损失 0.45 亿元和存货跌价损失 0.40 亿元。2019-2021 年，公司经营收益分别为 14.58 亿元、19.60 亿元和 48.13 亿元，主营业务盈利规模持续扩大。

2022 年第一季度，主要因原燃料价格上涨，该公司营业毛利同比减少 30.27% 至 10.54 亿元；期间费用为 4.60 亿元，同比减少 9.23%；经营收益同比减少 42.58% 至 5.53 亿元。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	93.06	96.43	145.73	30.63	29.22
毛利（亿元）	27.40	35.94	73.21	10.54	15.11
期间费用率（%）	12.28	14.16	15.30	15.03	17.35
其中：财务费用率（%）	1.20	1.34	0.48	0.25	1.07
全年利息支出总额（亿元）	1.62	1.30	1.09	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.29	0.06	0.05	-	-

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，近年来投资收益金额小。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司营业外收入及其他收益合计金额分别为 1.23 亿元、1.23 亿元、1.06 亿元和 0.47 亿元，主要来源于与资产相关的政府补助递延确认的收益。

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。2019-2021 年，公司净利润分别为 13.36 亿元、18.09 亿元和 42.21 亿元，逐年增长；总资产报酬率分别为 13.00%、16.10% 和 28.46%，净资产收益率分别为 16.91%、20.39% 和 36.68%，盈利能力持续提升。2022 年第一季度，因经营收益缩减，公司净利润同比减少 39.80% 至 5.22 亿元。

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	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资收益（万元）	115.31	244.95	296.66	12.18	-67.75
营业外收入及其他收益（万元）	12,331.74	12,292.14	10,570.38	4,676.33	3,174.09
资产处置收益（万元）	-1,490.40	-85.91	-415.35	-	-47.30

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

该公司以“做强做大”为目标，现已制定了产业生态发展战略，计划搭建“绿色建筑”、“光伏新能源”和“高新材料产业”三大产业生态。绿色建筑产业生态以现有浮法玻璃业务为核心，以节能玻璃业务为拓展；光伏新能源生态以现有光伏玻璃业务为核心；高新材料生态以现有高铝玻璃和药用玻璃业务为核心，以电子玻璃为拓展。未来将通过研发和投资形式对各产业生态拓展业务

进行布局。2022 年公司计划通过管理升级，将现有业务进一步做强做大；浮法玻璃业务要在“强身健体”的同时为公司发展提供充足现金流，公司将致力于提升节能玻璃业的运营能力，提升电子玻璃业务盈利，快速做大医药玻璃业务，实现光伏玻璃产业多点落地。

该公司未来投资重点围绕现有业务，截至 2022 年 3 月末公司已立项的重大在建项目概算投资额合计 186.41 亿元，其中光伏玻璃和节能玻璃在建拟建项目待投资规模较大，硅砂方面投资出发点主要系为光伏玻璃生产所需超白硅砂提供资源支撑；项目已累计投资金额为 22.05 亿元，按照当前规划，2022 年 4-12 月、2023 年及 2024 年预计投资金额分别为 60.16 亿元、57.58 亿元和 46.62 亿元，公司未来将面临较大的投融资压力。

图表 19. 公司已立项项目投资规划情况（单位：亿元）

投资方向	项目总预算	截至 2022 年 3 月末累计投资	未来投资计划		
			2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
硅砂	23.82	1.36	11.44	6.94	4.08
浮法玻璃	1.50	0.39	1.11	0.00	0.00
节能玻璃	13.59	8.53	1.80	1.29	1.97
光伏玻璃及光伏下游	140.39	9.82	41.31	49.08	40.18
电子玻璃	4.84	1.65	2.77	0.15	0.27
医药玻璃	2.27	0.29	1.74	0.13	0.11
合计	186.41	22.05	60.16	57.58	46.62

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，公司组织结构有所调整。因换届因素，董事会成员发生一定变动。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 2022 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。

2021 年为配合战略实施、业务开展和管理需要，该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 2022 年 3 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。2022 年 5 月，因董事会换届，姚培武先生不再担任公司董事长，何文进先生成为公司新任董事长；林楚荣先生和郑立新不再担任公司独立董事，包新民先生和胡家斌先生成为公司新任独立董事。公司监事会人员未发生变化，高管人员保持稳定，新增聘左川先生为公司副总裁。

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，2019-2021 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；2021 年末公司应付关联方款项余额仅 0.02 亿元。

图表 20. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）
关联采购	0.03	0.03	0.03
关联销售	0.0001	0.0003	0.0002
关联担保（作为被担保方）	18.65	-	-
应收项目	-	-	-
应付项目	5.46	0.02	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 2022 年 1 月 11 日）及主要子公司本部（截至 2022 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 2022 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

2021 年以来该公司负债有所增长，但得益于良好的经营积累，财务结构保持稳健。为配合项目的投资建设，公司对债务期限结构进行了优化调整，流动性指标明显改善。公司业务创现能力较强，2021 年经营性现金净流入规模扩大，公司当前货币资金较充裕，可为即期债务的偿付提供良好保障。

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 2019 年至 2021 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》。

2019 年，该公司投资设立全资子公司 2 家，与由公司事业合伙人及其他关键管理人员共同投资设立子公司 1 家；另外，通过增资扩股增加子公司 1 家，该事项构成非同一控制下企业合并，未产生商誉。2020 年和 2021 年，公司分别投资设立子公司 7 家和 7 家。

2019-2021 年该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”。

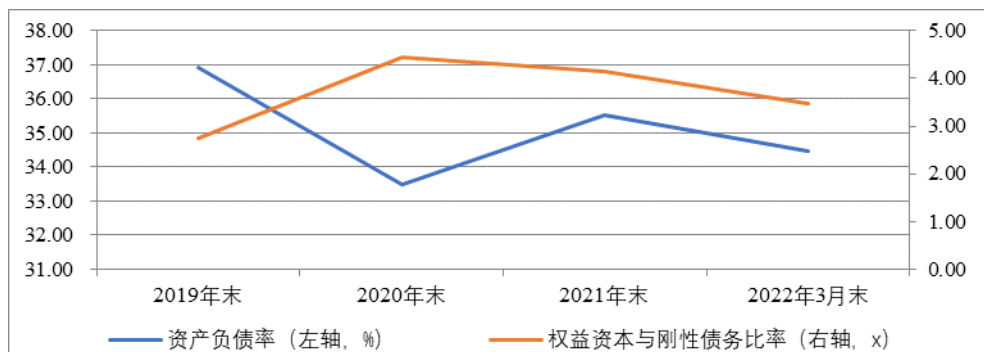
2021 年该公司组织对下属控股子公司醴陵电子财务会计工作进行自查和

复核，发现前期部分会计核算和会计处理存在差错需要更正⁷。本评级报告根据中审华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于株洲旗滨集团股份有限公司前期会计差错更正的专项鉴证报告》（CAC 证专字[2022]0103 号）对公司以往年份涉及更正的财务数据进行了调整。

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。

2019-2021 年末，该公司负债总额分别为 48.20 亿元、47.88 亿元和 74.44 亿元，2021 年末增量较大，主要因刚性债务、应付账款和应付职工薪酬增加所致。得益于经营积累及向员工和合伙人发放的股权激励股票解锁，公司所有者权益持续增长，同期末分别为 82.35 亿元、95.13 亿元和 135.05 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 36.92%、33.48% 和 35.53%，负债经营水平低；权益资本与刚性债务比率分别为 2.74、4.46 和 4.16，权益资本对刚性债务的覆盖程度高。

2022 年 3 月末，该公司负债总额上年末微增 0.05 亿元至 74.49 亿元；利

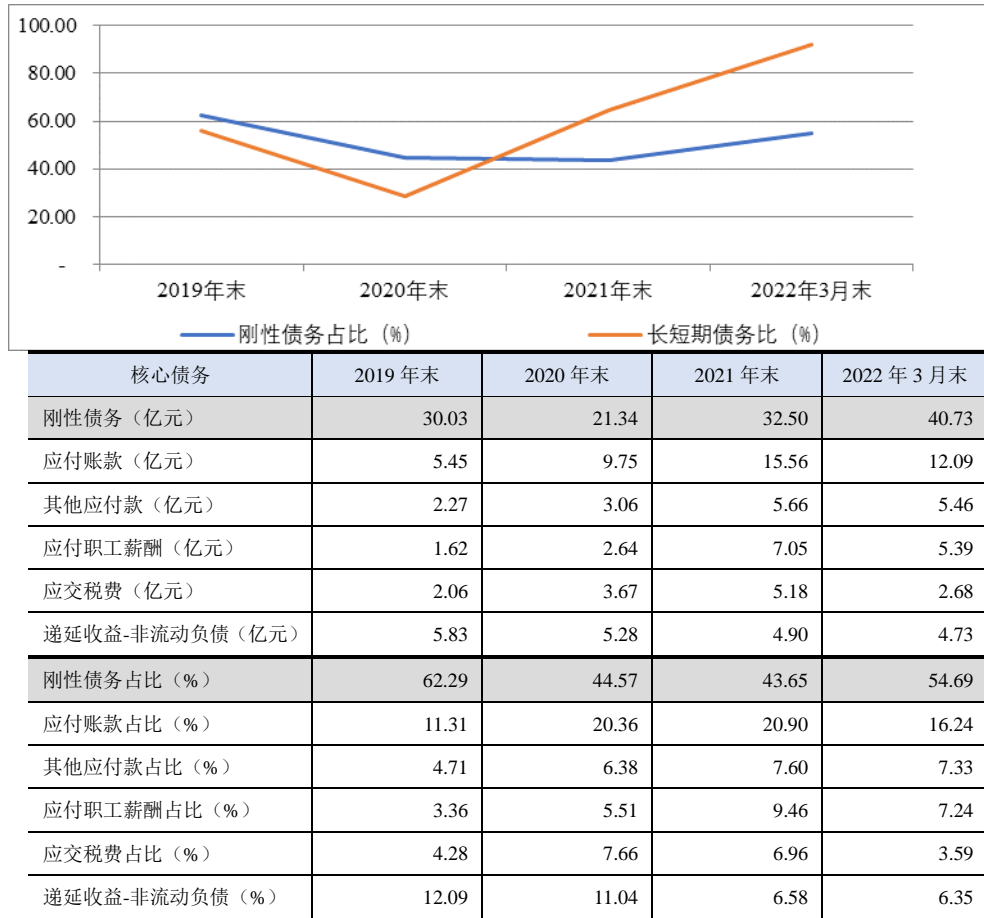
⁷ 主要情况如下：（1）基于谨慎性考虑，对资本化研发项目支出转费用化处理。调整 2019 年合并财务数据：研发费用调增 1,701.45 万元，无形资产原值调减 1,701.45 万元；调整 2020 年合并财务数据：未分配利润调减 1,701.45 万元，研发费用调增 1,574.25 万元，无形资产调减 1,616.03 万元，开发支出调减 1,659.68 万元。（2）收入、费用跨年度截止认定的不准确进行调整。调整 2020 年合并财务数据：主营业务收入调减 65.27 万元，应交税费-应交增值税调减 8.49 万元，合同负债调增 65.27 万元，其他流动负债调增 8.49 万元，发出商品调增 51.32 万元，主营业务成本调减 51.32 万元；补计提 2020 年年末费用：主营业务成本调增 2.01 万元，管理费用调增 3.30 万元，应付账款调增 5.32 万元；将 2018 年多计提的应交税费-印花税、税金及附加 2.56 万元调整至 2019 年。（3）对前期企业并购获得排污权对应的长期待摊费用追溯获得日补提摊销额。调整 2019 年合并财务数据：在建工程原值调增 41.75 万元，长期待摊费用-累计摊销调增 41.75 万元；调整 2020 年合并财务数据：固定资产原值调增 52.19 万元，长期待摊费用-累计摊销调增 52.19 万元，因增加固定资产原值，折旧金额增加，主营业务成本调增 3.72 万元，固定资产-累计折旧调增 3.72 万元。（4）根据现行准则对负债科目进行重分类。从会计处理规范角度出发，调整 2018 年合并财务数据：其他应付款调减 18.43 万元，应付职工薪酬调增 18.43 万元；调整 2019 年合并财务数据：其他应付款调减 20.87 万元，应付职工薪酬调增 20.87 万元；2020 年合并财务数据调整：其他应付款调减 446.08 万元，应付职工薪酬调增 446.08 万元。（5）由于试生产期间成本归集不完整对在建工程、固定资产原值及摊销额等进行追溯调整。调整 2020 年合并财务数据：主营业务成本调增 154.33 万元，固定资产原值调减 154.33 万元。

润留存带动股东权益增加 6.59 亿元至 141.63 亿元；资产负债率下降 1.07 个百分点至 34.47%，财务结构保持稳健；因刚性债务增加，权益资本与刚性债务比率降至 3.48。

随着新建项目的推进，该公司中短期内资本性支出将加大，资产负债率或将上升。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



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，2021 年末该公司刚性债务占负债总额的比重为 43.65%，较上年末基本持平，2022 年 3 月末因债务融资增加，占比升至 54.69%。除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、其他应付款、应付职工薪酬、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；因加大大宗材料战略储备及建设项目增加，2021 年末应付账款较上年末增加 5.81 亿元。其他应付款主要系质保金/保证金以及限制性股票回购义务，2021 年末增长主要因实施员工持股计划，股票回购义务增加所致。2021 年末应付职工薪酬较上年末增加 4.41 亿元，主要因业绩大幅上升，公司计提业绩奖励和年终奖金增加所致。近三

年末应交税费持续增加，主要系因公司收入及利润增长，计提但尚未实缴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。2022年3月末，公司应付账款、应付职工薪酬和应交税费较上年末分别减少3.46亿元、1.65亿元和2.50亿元，主要因结算支付货款、实付工资奖金及税费所致；其他负债科目变化均较小。

从负债期限结构来看，2019-2021年末及2022年3月末该公司长短期债务比分别为55.86%、28.43%、64.37%和91.92%，2021年以来为配合项目的投资建设，公司调整债务结构，发行本次债券并增加长期借款，同时压缩短期债务规模，长短期债务比明显上升。

(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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	18.90	16.40	10.42	11.87
其中：短期借款	9.38	12.68	4.95	4.79
一年内到期的长期借款	3.21	3.00	0.81	0.71
一年内到期的长期应付款	5.33	-	-	-
应付票据	0.83	0.69	4.51	6.32
应付利息	0.15	0.04	0.04	0.05
中长期刚性债务合计	11.13	4.94	22.19	28.96
其中：长期借款	11.13	4.94	10.26	16.87
应付债券	-	-	11.93	12.09
综合融资成本（年化）	5.23%	5.06%	4.07%	-

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。

2019-2021年末，该公司刚性债务总额分别为30.03亿元、21.34亿元和32.50亿元，2021年末因项目投建资金需求增加，刚性债务有所增长。融资渠道方面，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已于2020年内偿还，2021年公司发行了本次可转换公司债券，融资渠道有所拓宽。截至2021年末，公司刚性债务中借款（含短期借款、长期借款和一年内到期的长期借款，下同）余额为16.01亿元，借款主体主要为下属子公司，类型均为保证借款，担保均由公司本部提供。期限结构方面，2019-2021年末公司中长期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为37.07%、23.15%和68.28%，2021年末因债务结构调整，占比明显上升。

2022年3月末该公司长期借款增加，刚性债务较年初增加8.24亿元至40.73亿元。

融资成本方面，根据该公司财务数据测算，2019-2021年公司综合融资成

本⁸分别 5.23%、5.06%和 4.07%，2021 年主要因银行融资成本下降，加之本次债券发行利率很低，当年综合融资成本有所下降。

图表 24. 公司 2022 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%)	0.16	-	-	-	-
2%~3% (不含 3%)	0.70	-	-	-	-
3%~4% (不含 4%)	1.54	1.48	7.73	6.27	0.30
4%~5% (不含 5%)	0.58	0.73	-	-	-
合计	2.97	2.21	7.73	6.27	0.30

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
营业周期（天）	42.26	55.51	79.71	-
营业收入现金率（%）	73.28	86.50	84.65	67.24
业务现金收支净额（亿元）	21.59	32.01	51.90	-0.32
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.42	-0.83	-1.16	-0.03
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	20.17	31.18	50.73	-0.35
EBITDA（亿元）	26.86	31.89	60.36	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.86	1.24	2.24	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	16.50	24.52	55.14	-

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。

2019-2021 年，该公司营业周期分别为 42.26 天、55.51 天和 79.71 天，主要因增加主要原材料备货，存货周转速度下降而逐年延长。公司玻璃原片销售占比大，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，2019-2021 年净流入规模持续扩大。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，其中 2021 年同比增加 19.89 亿元至 51.90 亿元。2022 年第一季度，业务回款减少 2.82 亿元，同时因原燃料价格上涨，支付货款增加，加之支付员工薪资及税费支出增加，当期业务收支净额同比减少 9.90 亿元至-0.32 亿元，经营性现金流呈小额净流出状态。

⁸ 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%。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 26.68 亿元、31.89 亿元和 60.36 亿元，随着盈利的增长而逐年增长，对刚性债务及其孳息的覆盖能力持续提升。

(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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.09	-	-0.11	-0.12
取得投资收益收到的现金	-	0.11	0.11	0.09
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	-7.14	-11.41	-14.30	-3.86
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.97	0.10	-5.31	0.36
投资环节产生的现金流量净额	-9.02	-11.20	-19.61	-3.53

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。2019-2021 年及 2022 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-7.14 亿元、-11.41 亿元、-14.30 亿元和-3.86 亿元。同期其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为-1.97 亿元、0.10 亿元、-5.31 亿元和 0.36 亿元，其中 2021 年主要因办理结构性存款及投资理财产品，净流出规模相对较大。

(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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
权益类净融资额	-7.78	-7.24	-8.18	-
债务类净融资额	-1.93	-4.29	-5.28	6.18
其中：现金利息支出	-1.45	-1.43	-0.63	-0.14
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.81	-4.46	17.54	-0.78
筹资环节产生的现金流量净额	-10.51	-15.99	4.07	5.40

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

注：现金利息支出以负值填列。

2019-2021 年，该公司吸收投资收到的现金金额不大，分别为 0.13 亿元、0.66 亿元和 1.11 亿元；同期因分配现金股利金额较大，分别为 7.91 亿元、7.90 亿元和 9.30 亿元，权益类融资净额持续为负。2021 年因偿还借款，公司债务性融资净额为-5.28 亿元。其他因素对筹资活动现金流量影响净额为 17.54 亿元，主要因发行本次债券及预收持股计划款。综合以上因素影响，2021 年公司筹资环节产生的现金流量净额转正，为 4.07 亿元。2022 年第一季度公司借款融资增加，筹资环节产生的现金流量净额为 5.40 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		2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产	金额 (亿元)	25.05	33.12	85.99	90.11
	在总资产中的比重	19.19%	23.16%	41.05%	41.70%
其中：货币资金 (亿元)		4.88	9.10	44.34	45.93
交易性金融资产 (亿元)		2.50	2.80	8.20	8.00
存货 (亿元)		6.73	10.07	19.66	20.13
其他流动资产 (亿元)		8.03	7.55	7.95	8.16
非流动资产	金额 (亿元)	105.50	109.89	123.49	126.01
	在总资产中的比重	80.81%	76.84%	58.95%	58.30%
其中：固定资产 (亿元)		84.22	81.17	84.13	84.50
在建工程 (亿元)		6.01	10.96	13.68	15.47
无形资产 (亿元)		8.54	10.24	14.20	14.07
其他非流动资产 (亿元)		3.54	3.87	5.96	6.09
期末全部受限资产账面金额 (亿元)		17.55	10.16	0.76	8.85
受限资产账面余额/总资产		13.43%	7.09%	0.36%	4.10%

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”，“在建工程”不含“工程物资”。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司资产总额分别为 130.55 亿元、143.02 亿元、209.48 亿元和 216.12 亿元；以非流动资产为主，占比分别为 80.81%、76.84%、58.95%和 58.30%，2021 年以来主要因货币资金及存货增加，比重下降较为明显。

2021 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 44.34 亿元，较上年末大幅增加 35.24 亿元，主要因当年业务回款及融资增加；其中因作为汇票、贷款及复垦保证金受限金额为 0.76 亿元，受限比率为 1.72%。交易性金融资产为 8.20 亿元，较上年末增加 5.40 亿元，主要系为提高资金使用效率，购买理财产品增加所致。存货为 19.66 亿元，主要因战略备货增加，而较上年末大幅增加 9.60 亿元；存货主要为原材料和库存商品，账面价值分别为 13.72 亿元和 5.78 亿元；2021 年针对原材料计提跌价准备金额为 0.40 亿元，当年转回或转销金额为 0.07 亿元，当期末存货跌价准备余额为 0.47 亿元。其他流动资产为 7.95 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（6.48 亿元）以及留抵税额。

2021 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 84.13 亿元，较上年末增加 2.96 亿元，主要系完工项目自在建工程转入所致；其中房屋建筑物及机器设备账面价值分别为 45.10 亿元和 36.56 亿元。在建工程为 13.68 亿元，较上年末增加 2.72 亿元，主要系项目投入增加所致。无形资产为 14.20 亿元，较上年末增

加 3.97 亿元，主要系新增光伏项目土地使用权所致；2021 年末其中土地使用权和砂矿采矿权账面价值分别为 13.45 亿元和 0.51 亿元。其他非流动资产为 5.96 亿元，主要为预付的土地款、设备款和工程款，账面价值分别为 2.59 亿元、1.07 亿元和 2.25 亿元。

2022 年 3 月末，该公司货币资金较上年末增加 1.59 亿元至 45.93 亿元；因在建项目持续投入，在建工程增加 1.79 亿元至 15.47 亿元；其他资产科目变化均较小。同期末，公司受限资产为 8.85 亿元，均系受限货币资金。

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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	81.00	88.84	189.87	232.18
速动比率 (%) ⁹	55.60	60.04	140.83	175.50
现金比率 (%)	25.08	34.93	116.99	143.43

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理。

2021 年该公司业务回款大幅增加，同时为配合项目投建，通过发行债券、新增长期借款、偿还短期借款对债务结构进行调整，年末流动比率、速动比率和现金比率显著提升；2022 年 3 月末，上述指标分别为 232.18%、175.50% 和 143.43%，较上年末进一步提升。

6. 表外事项

根据审计报告所载，截至 2021 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。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担管理和咨询及技术服务职能。2021 年末母公司资产总额为 112.52 亿元，主要包括货币资金（5.22 亿元）、其他应收款（12 亿元）和长期股权投资（84.25 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。同期末负债总额为 22.44 亿元，其中刚性债务为 11.95 亿元，主要系发行的本次债券对应债务部分；其他应付款为 5.42 亿元，主要为限制性股票回购义务。2021 年母公司实现营业收入 1.19 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 13.72 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 1.05 亿元。整体看，母公司因债券发行承担了一定规模的债务，资金按照募集资金使用计划部分拆借给子公司使用，秉持“谁用谁还”的原则，同时公司本部对子公司管控力较强，可

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%

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。2022年3月末，公司获得银行授信总额81.38亿元¹⁰，未使用的授信额度为54.42亿元，后续尚有一定融资空间。

图表 30. 银行信贷支持

机构类别	贷款授信	未使用授信	已放贷款利率区间	已放贷款附加条件/增信措施
全部（亿元）	81.38	54.42	0.90%-4.20%	担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	32.91	18.69	2.84-4.20%	担保
其中：政策性银行及五大商业银行占比	40.44%	34.35%	-	-

资料来源：根据旗滨集团所提供数据整理（截至2022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，根据该公司于2022年5月20日发布的《关于可转债转股价格调整的公告》，转股价格已调整为12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。

¹⁰ 外币授信额度根据2022年3月末汇率中间价折算，其中美元兑人民币按6.3482，林吉特兑人民币按1.5103折算，下同。

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

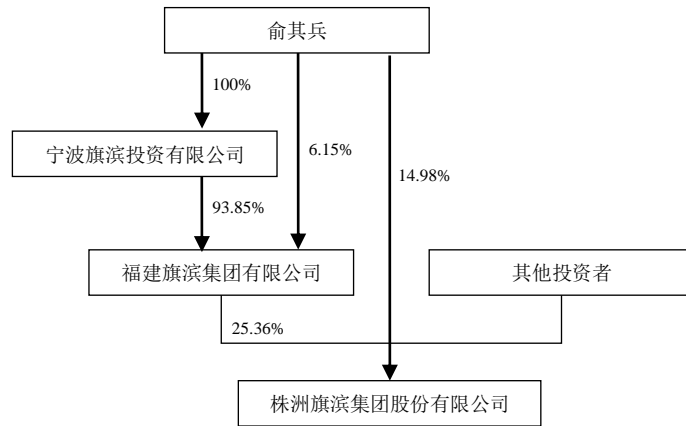
跟踪期内该公司仍为俞其兵实际控制的民营上市公司，主要产品为浮法玻璃和节能玻璃，2021年以来新增电子玻璃和药用玻璃，但尚未形成规模。公司浮法玻璃业务规模优势明显，具有较高的市场地位。公司拥有较丰富的硅砂资源，浮法玻璃原料保供、产品品质及成本控制能力较强。得益于浮法玻璃价格上涨及公司战略采购的实施，加之节能玻璃业务的拓展，2021年公司收入及利润大幅增长；2022年第一季度主要因原燃料采购价格上涨，公司盈利有所下滑。公司当前在建拟建项目较多，待投资金额大，未来将面临较大的投融资压力。

2021年以来该公司负债有所增长，但得益于良好的经营积累，财务结构保持稳健。为配合项目的投资建设，公司对债务期限结构进行了优化调整，流动性指标明显提升。公司业务创现能力较强，2021年经营性现金净流入规模扩大，公司当前货币资金较充裕，可为即期债务的偿付提供良好保障。

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；（2）浮法玻璃及原燃料价格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：

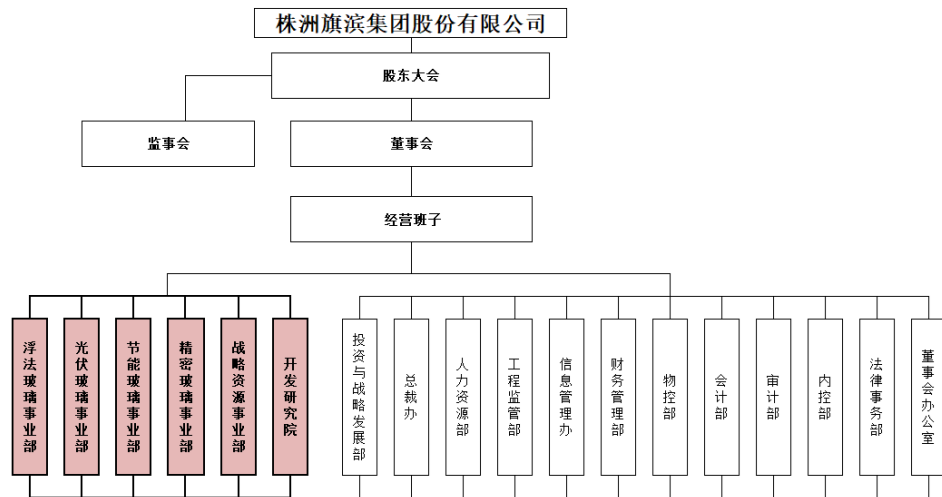
公司与实际控制人关系图



注：根据旗滨集团提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 年 3 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	2021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	20.71	141.02	148.08	43.28	47.87	
株洲旗滨集团股份有限公司	旗滨集团	本级	-	-	11.95	90.08	1.19	13.72	1.05	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	0.75	34.15	10.12	5.83	-1.62	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	0.03	2.41	3.41	0.68	1.27	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	0.21	6.22	10.78	3.33	2.97	
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	2.00	18.77	27.86	10.20	7.63	
绍兴旗滨玻璃有限公司	绍兴旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	0.80	8.27	9.60	3.39	2.82	
长兴旗滨玻璃有限公司	长兴旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	0.30	16.18	22.88	7.94	7.05	
平湖旗滨玻璃有限公司	平湖旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	0.10	6.06	10.02	3.93	3.18	
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	郴州光伏	子公司	100.00%	光伏玻璃	5.51	14.92	8.84	2.75	1.08	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	-	1.59	4.90	0.26	-0.44	
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	2.00	1.49	5.80	0.37	1.07	
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	0.43	0.30	0.84	-0.10	0.13	
醴陵旗滨电子玻璃有限公司	醴陵电子	子公司	72.63%	电子玻璃	1.68	4.82	1.54	-0.19	0.004	

注：根据旗滨集团 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。马来西亚旗滨和南方节能本位币为林吉特，上表数据按照年末汇率中间价（1 林吉特=1.5266 人民币）折算为人民币。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	130.55	143.02	209.48	216.12
货币资金[亿元]	4.88	9.10	44.34	45.93
刚性债务[亿元]	30.03	21.34	32.50	40.73
所有者权益[亿元]	82.35	95.13	135.05	141.63
营业收入[亿元]	93.06	96.43	145.73	30.63
净利润[亿元]	13.36	18.09	42.21	5.22
EBITDA[亿元]	26.68	31.89	60.36	-
经营性现金净流入量[亿元]	20.17	31.18	50.73	-0.35
投资性现金净流入量[亿元]	-9.02	-11.20	-19.61	-3.53
资产负债率[%]	36.92	33.48	35.53	34.47
权益资本与刚性债务比率[%]	274.25	445.77	415.59	347.69
流动比率[%]	81.00	88.84	189.87	232.18
现金比率[%]	25.08	34.93	116.99	143.43
利息保障倍数[倍]	10.41	16.93	45.82	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	42.26	55.50	79.71	-
毛利率[%]	29.44	37.27	50.24	34.41
营业利润率[%]	16.80	21.56	33.72	19.72
总资产报酬率[%]	13.00	16.10	28.46	-
净资产收益率[%]	16.91	20.39	36.68	-
净资产收益率*[%]	16.92	20.52	37.14	-
营业收入现金率[%]	73.28	86.50	84.65	67.24
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	70.95	91.42	122.88	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	22.11	41.58	50.89	-
EBITDA/利息支出[倍]	16.50	24.52	55.14	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.86	1.24	2.24	-

注：表中数据依据旗滨集团经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。其中，2019-2020 年部分数据根据差错更正后数据计算及填列。

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	3
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	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）	报告链接
		本次评级	2022年6月7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）	报告链接
		本次评级	2022年6月7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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、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。