



内部编号:2025060137

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

项目负责人:杨亿  yangyi@shxsj.com
项目组成员:何婕妤  hejieyu@shxsj.com

评级总监: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、出售或以任何方式外传。

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授权范围以外的债券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(2025)100102】

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+/2025年6月20日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2024年6月24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。建筑玻璃方面,旗滨集团在浮法玻璃领域龙头地位稳固,在我国华东、华中和华南地区市场份额高,节能玻璃业务规模亦居行业前列。光伏玻璃方面,跟踪期内随着新建项目投产及已投产项目产能的释放,公司快速跻身龙头之列。
- 硅砂资源储备丰富,原料保供能力较强。旗滨集团硅砂资源储备丰富,玻璃生产所需硅砂的自给率较高,公司硅砂基地距玻璃生产线较近,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。
- 债务期限结构较合理,即期偿债压力可控。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,债务期限结构合理。鉴于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,即期偿债压力可控。

主要风险:

- 盈利下滑。2024年,受房地产景气度低迷影响,旗滨集团浮法玻璃价格下跌,另外光伏玻璃行业因供需矛盾加剧,价格跌幅较大,主要受上述因素影响,公司综合毛利率大幅下降,净利润规模显著收缩。
- 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,未来中短期内仍将产生一定的投融资需求。另外,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。2024年公司海外浮法玻璃及光伏玻璃业务均呈亏损状态,后续经营情况有待关注。

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 公司主要产品市场供需矛盾加剧,致使公司经营业绩显著承压;
- ② 公司近年来重点投入的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 公司产能大幅增加且产能释放情况良好,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,财务结构愈发稳健。

主要财务数据及指标

项目	2022年/末	2023年/末	2024年/末	2025年第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金[亿元]	0.50	1.15	0.03	1.93
刚性债务[亿元]	12.60	13.22	13.88	14.07
所有者权益[亿元]	97.40	103.37	104.17	104.17
经营性现金净流入量[亿元]	-0.92	-0.33	-0.39	-0.34
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	244.34	319.15	346.28	361.88
总负债[亿元]	115.09	169.82	202.34	213.50
刚性债务[亿元]	68.36	110.65	144.53	163.15
所有者权益[亿元]	129.25	149.33	143.93	148.38
营业收入[亿元]	133.13	156.83	156.49	34.84
净利润[亿元]	13.24	17.22	2.64	4.38
经营性现金净流入量[亿元]	5.68	15.43	9.12	0.17
EBITDA[亿元]	26.84	35.05	22.85	-
营业周期[天]	82.65	86.66	95.03	-
毛利率[%]	21.22	24.99	15.51	12.02
EBITDA 利润率[%]	20.16	22.35	14.60	-
资产负债率[%]	47.10	53.21	58.43	59.00
权益资本/刚性债务[x]	1.89	1.35	1.00	0.91
EBITDA/利息支出[x]	15.48	11.28	5.11	-
EBITDA/刚性债务[x]	0.53	0.39	0.18	-
短期刚性债务现金覆盖率[%]	198.96	248.71	107.11	127.96
流动比率[%]	133.95	134.71	109.87	133.57

注：根据旗滨集团经审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 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（2025.5）

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：①ESG 因素	/
		②科技赋能因素	/
		③跨业多元化因素	/
		④流动性因素	/
		⑤表外因素	/
	⑥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（2025.5）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33340&mid=4&listype=1

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
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《建材行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32583&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”或“本次债券”）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 2024 年财务报表、未经审计的 2025 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）。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用于永久补充流动资金。截至 2025 年 3 月末，公司已将所募资金中 4.50 亿元用于偿还银行贷款，9.37 亿元用于项目投资，结余的 1.15 亿元（含利息）已用于补充流动资金；本次债券投资项目中长兴节能项目及天津节能项目已投产，湖南节能二期项目已终止。

图表 1. 截至 2025 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 2025 年 3 月末，累计已有 155.00 万元旗滨转债转股，转股数量为 12.37 万股。除本次债券外，该公司未发行其他债券，截至同期末公司存续债券待偿还本金余额为 14.98 亿元。

图表 2. 截至 2025 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	0.20/1.80	2021-04-09	2027-04-09	14.98	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 2022-2024 年及 2025 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 2022-2024 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定。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”。

2022年，该公司以63.00万元对价收购彝良永昌矿电开发投资有限公司100%的股权，构成非同一控制下企业合并，产生商誉299.82万元；另外，当年公司投资设立6家子公司，注销子公司1家。2023-2024年，公司分别投资设立子公司10家和3家。2025年第一季度，公司合并范围未发生变化。整体看，公司上述合并范围变化对数据可比较性的影响很小。

2. 业务

跟踪期内，该公司在浮法玻璃领域龙头地位稳固，且随着光伏玻璃新建项目的投产，公司快速跻身行业头部企业之列，但目前公司收入及盈利仍主要由建筑用浮法及节能玻璃贡献。受产品价格下跌影响，2024年公司浮法玻璃收入降幅较大，但得益于光伏玻璃产能释放，当年公司收入同比持平。跟踪期内，玻璃生产所需主要原燃料价格虽有所下降，但难抵产品价格下跌的影响，公司各类玻璃产品毛利率呈不同程度下滑，主业盈利能力弱化导致净利润大幅下降。公司光伏玻璃在建项目后续待投资金额较大，中短期内仍有一定的投融资需求。

(1) 外部环境

宏观因素

2025年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025年一季度宏观经济分析及展望》。

行业因素

建筑玻璃需求与房地产行业高度相关，2024年我国房屋新开工及开复工面积跌幅较上年进一步扩大，销售端疲软，房屋交付压力下降，以致房屋竣工规模收缩情况更甚，玻璃需求不济。供给端方面，平板玻璃新增产能限制性政策持续，行业有效产能主要受生产线冷修停/复产影响，2024年行业产能开工率先升后降，玻璃供给量同比小幅增长，平板玻璃产量同比微增2.9%至10.00亿重量箱。供需矛盾加剧情况下，2024年前三季度玻璃库存走高，价格大幅下滑，第四季度供应缩量，价格虽有所回升，但全年价格中枢同比仍下降约20%。成本端方面，玻璃生产使用的燃料价格中枢变化出现一定的分化，2024年石油焦价格整体较为稳定，价格中枢同比下降25%左右，而天然气价格中枢则较上年基本持平；纯碱价格呈波动走低态势，2024年价格重心下移约25%。行业利润方面，2024年前三季度随着玻璃价格的下跌，行业盈利空间大幅压缩，第四季度盈利情况虽有所好转，但难抵前期影响，全年行业利润同比降幅仍较大。

展望2025年，在政策支持下，我国房地产销售端虽存筑底企稳预期，但其对建筑玻璃需求的提振效果显现预计相对滞后。当前玻璃库存较高，行业内企业到期窑炉预计将按期冷修，未来行业开工率存下行预期，有望在一定程度上缓解供需平衡压力。行业企业其他玻璃业务拓展意愿或将下降，整体资本性支出规模或将有所缩减，但围绕减碳降耗的支出预计仍将有所增长。

详见：《建材行业2024年信用回顾与2025年展望》。

光伏玻璃为光伏组件重要组成部分，用作太阳能电池片的盖板和背板，起到保护电池片和透光的作用。光伏玻璃的需求量与光伏组件装机量高度正相关。根据国家能源局发布的数据显示，2022-2024年我国光伏新增装

机规模分别为 87.41GW、216.02GW 和 277.17GW，同比分别增长 59.27%、147.13%和 28.31%，其中 2024 年主要受电价政策调整、并网消纳、用地限制等因素影响，增长率虽大幅回落，但仍呈高速增长态势；根据中国光伏协会数据显示，2022-2024 年光伏玻璃在背板方面的使用率分别为约 35%、64.6%和 76.8%，2024 年双玻组件渗透率的持续上升在一定程度上对冲了光伏玻璃需求增速放缓的压力。

供给方面，随着新建产能的投产，2022-2024 年我国光伏玻璃产能快速增长，根据百川盈孚数据显示，产能分别为 2,060.10 万吨、2,770.10 万吨和 4,477.09 万吨，同比分别增长 58.02%、34.46%和 61.62%。同期，光伏玻璃产量分别为 1,550.65 万吨、2,087.87 万吨和 2,733.57 万吨，同比分别增长 35.03%、34.64%和 30.93%。2024 年，光伏玻璃供需失衡以致下半年价格出现大幅下跌，以百川盈孚 2mm 光伏镀膜玻璃均价为例，2024 年 1-4 月均价约为 18 元/平方米，5 月下旬起价格开始快速下滑，至 11 月末最低跌至 11.5 元/平方米，受此影响，第四季度光伏玻璃行业普遍陷入亏损状态。2025 年 3-4 月，随着电价政策驱动下的装机抢装潮到来，市场价格迎来阶段性修复。

展望 2025 年，需求方面增长仍主要依赖于光电消纳问题的改善；供给方面，2024 年修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》虽然鼓励光伏压延玻璃项目通过产能置换予以建设，但仍未进行强制性要求，行业进入壁垒未得到实质性提高，且以往批建的多个项目年内存点火预期，或将加大供需平衡压力。

(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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
营业收入合计	133.13	156.83	156.49	34.84
其中：(1) 浮法玻璃	87.14	90.66	68.61	14.47
在营业收入中所占比重 (%)	65.46	57.81	43.84	41.54
(2) 节能玻璃	25.71	27.81	24.26	3.80
在营业收入中所占比重 (%)	19.32	17.74	15.51	10.92
(3) 光伏玻璃	15.93	34.12	57.53	15.15
在营业收入中所占比重 (%)	11.97	21.75	36.76	43.49
(4) 其他功能玻璃	2.58	2.37	3.02	0.89
在营业收入中所占比重 (%)	1.94	1.51	1.93	2.56
综合毛利率 (%)	21.22	24.99	15.51	12.02
其中：(1) 浮法玻璃 (%)	22.98	27.20	20.80	18.54
(2) 节能玻璃 (%)	21.22	20.73	18.72	25.59
(3) 光伏玻璃 (%)	8.08	21.55	9.01	4.18
(4) 其他功能玻璃 (%)	25.82	8.80	-26.00	-18.51

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制；其中 2022 年数据系根据 2023 年分类方法进行调整列示。

2024 年，该公司营业收入同比基本持平。从构成方面看，因新建光伏玻璃生产线投产及产能释放，公司光伏玻璃收入同比大幅增长 68.64%，其收入贡献度较上年提升 15.01 个百分点至 36.76%；受价格下跌影响，公司浮法玻璃收入同比下滑 24.32%，另外主要因下游市场需求疲弱，公司节能玻璃订单量下降，以致收入减少 12.76%，综合以上因素影响，公司传统建筑玻璃业务收入下降 21.61%，收入占比较上年下降 16.20 个百分点至 59.35%，但仍为公司主要的收入来源；公司其他功能玻璃主要包括电子玻璃和药用玻璃，收入贡献度不大。2024 年，公司综合毛利率同比下降 9.49 个百分点，当年各类玻璃毛利率均有所下滑，其中建筑玻璃毛利率下降相对温和，光伏玻璃主要受价格下跌影响，利润空间显著收窄，其他功能玻璃主要因产品价格下跌及产能开工不足，出现成本倒挂的情形。

2025 年第一季度，该公司营业收入同比减少 9.68%，主要因浮法玻璃价格低于上年同期，建筑玻璃业务收入下滑所致；当期综合毛利率同比下降 14.07 个百分点，主要因浮法玻璃及光伏玻璃盈利空间收窄所致。

① 经营状况

玻璃生产线情况¹

截至 2025 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，具体情况详见图表 4。跟踪期内公司下属长兴旗滨和平湖旗滨各 1 条生产线冷修，2024 年上述生产线冷修停产时间均为 5 个月左右，由于冷修生产线较上年减少 1 条，当年公司生产线在产日均熔化量²同比微升至 16,033 吨（2023 年为 15,833 吨）。

图表 4. 截至 2025 年 3 月末公司已建成建筑浮法玻璃生产线情况（单位：吨）

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，该公司于浙江绍兴和长兴、广东河源、湖南醴陵、天津及马来西亚森美兰州等地投资建设节能玻璃生产基地，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。2024 年公司下属浙江旗滨节能玻璃有限公司产能搬迁，新产线于 6 月投入生产，因新老产能接替平稳过渡，当年在役产能受此影响不大。

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点火投产，2024 年新投产光伏玻璃生产线共 2 条，分别位于马来西亚沙巴州和云南昭通，均系光伏压延玻璃生产线，日熔化量为 1,200 吨，2025 年第一季度无新投产生产线；截至 2025 年 3 月末，公司共有 7 条光伏压延玻璃生产线及 2 条光伏浮法玻璃生产线投运，日熔化量合计分别为 8,400 吨和 2,200 吨。同期末，公司另有 2 条在建光伏压延玻璃生产线，日熔化量合计 2,400 吨。

电子玻璃方面，跟踪期内该公司于浙江绍兴的 2 条生产线（日熔化量合计 215 吨）投入正式运营，截至 2025 年 3 月末公司于湖南醴陵和浙江绍兴共建成电子玻璃生产线 4 条，日熔化量合计 345 吨，其中 1 条日熔化量 65 吨的生产线因市场竞争激烈原因停产技改。药用玻璃方面，截至 2025 年 3 月末公司于湖南郴州共建成药用玻璃生产线 2 条，日熔化量合计 65 吨；其中一线（日熔化量 25 吨）于 2023 年 7 月停产拟进行技改，跟踪期内尚未复产。

生产及销售

2022-2024 年，该公司浮法玻璃原片产、销量变化不大，产销率保持在高水平；2022-2023 年销售均价持平，2024 年受行业供需矛盾加剧影响，价格同比下降 17.60%。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。2025 年第一季度，公司浮法玻璃原片产量同比微增，出货情况好于上年同期，销量同比增长 15.14%，价格虽环比上涨，但同比仍下降 31.58%。

图表 5. 公司浮法玻璃产、销量及库存情况（单位：万重量箱、元/重量箱）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年第一季度（末）
产量	10,933.00	11,035.00	10,881.00	2,754.00
销量	10,803.00	11,402.00	10,676.00	2,449.00
库存量	614.00	242.00	447.00	750.00
产销率	98.81%	103.33%	98.12%	88.93%
销售均价（不含税）	90.10	90.18	74.31	62.91

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

¹ 本部分述及的生产线条数指窑炉数。

² 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。

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，具有较强的定制化特征，产品规格较多，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。2022-2023 年公司节能玻璃产、销量变化不大，2024 年受需求低迷，订单下降影响，产、销量同比分别减少 18.45%和 20.21%；2025 年以来公司加大家装领域拓展，第一季度产、销量同比分别增长 11.74%和 7.25%。

图表 6. 公司节能玻璃产、销量及库存情况（单位：万平方米）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年第一季度（末）
产量	3,910.00	3,843.00	3,134.00	952.00
销量	3,895.00	3,919.00	3,127.00	754.00
库存量	165.00	87.00	94.00	292.00

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

该公司光伏玻璃产品主要涉及当前单玻及双玻光伏组件普遍使用的 3.2mm 和 2.0mm 规格的光伏玻璃。公司光伏压延玻璃生产线于 2022 年以来陆续投产，2024 年因 2 条新产线投产，加之上年集中投产的生产线陆续达产，当年公司光伏玻璃产、销量同比分别大幅增长 129.28%和 123.99%，2025 年第一季度产、销量同比增长 13.07%和 30.93%。受光伏装机增速放缓，玻璃市场供应增加，导致供需失衡，光伏玻璃价格自 2024 年下半年起大幅下降，2025 年第一季度价格止跌回升但幅度相对有限。2024 年和 2025 年第一季度公司光伏玻璃销售均价分别同比下降 23.94%和 26.47%。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。

图表 7. 公司光伏玻璃产、销量及库存情况（单位：万平方米、元/平方米）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年第一季度（末）
产量	7,159.00	19,950.00	45,741.00	12,878.47
销量	6,427.00	19,408.00	43,472.00	12,927.96
库存量	931.00	1,347.00	3,616.00	3,405.02
销售均价（不含税）	19.73	17.29	13.15	11.72

注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

该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。2024 年主要因绍兴生产线投产，公司电子玻璃产、销量分别同比增长 48.15%和 118.26%至 3,679.76 万平方米和 3,488.21 万平方米；绍兴一线主要生产铝保护贴，产品过剩较严重，竞争激烈，主要受此影响，公司当年电子玻璃销售均价同比下降 44.73%至 7.39 元/平方米；2025 年第一季度，公司电子玻璃产、销量分别同比增长 61.17%和 77.81%，销售均价同比持平，为 9.35 元/平方米。跟踪期内，公司电子玻璃产销率虽有所上升，但库存量仍相对较大。

该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。得益于销售拓展，公司药用玻璃订单量显著增长，2024 年公司产、销量分别同比增长 17.87%和 152.43%至 6,294.00 吨和 6,018.00 吨，2025 年第一季度同比分别增长 40.44%和 64.51%至 1,771.00 吨和 2,392.00 吨，产品销纳情况良好，库存量显著下降。但因行业竞争激烈，价格持续下跌，2024 年和 2025 年第一季度分别同比下降 23.94%和 12.00%至 7,180.00 元/吨和 6,460.00 元/吨，以致该业务毛利率大幅下降。公司后续计划加大高端产品（如卡式瓶管及预灌封管）的生产攻坚及销售拓展以应对低端产品过剩，改善业务盈利状况。

从该公司主营业务收入的区域构成方面看，2022-2024 年华东、华南及华中地区收入合计分别为 112.11 亿元、131.07 亿元和 122.61 亿元，占主营业务收入的比重分别为 85.29%、84.50%和 79.85%。同期，海外业务收入分别为 13.24 亿元、14.99 亿元和 18.21 亿元，占主营业务收入的比重分别为 10.07%、9.67%和 11.86%；其中 2024 年因马来西亚光伏项目投产，海外收入增幅较大，收入贡献有所上升。

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 2025 年 3 月末公司已投产的硅砂基地共计 7 个，分别位于国内漳州、河源、郴州、醴陵和昭通等市，以及马

来西亚森美兰州和沙巴州，其中郴州、昭通和马来西亚沙巴基地所产硅砂为光伏玻璃生产所需超白砂；上述基地硅砂保有储量合计超过 2 亿吨，资源储备丰富。2022-2024 年，公司硅砂自给率³分别为 49.65%、72.11% 和 70.27%，其中 2023 年主要得益于郴州基地硅砂产量上升，自给率大幅提升，2024 年自给率变化不大。2022 年以来公司外购硅砂均价虽呈上涨趋势，但因硅砂自给率高，其对公司生产成本的影响较小。

该公司光伏玻璃生产线产能于 2024 年集中释放，由于光伏玻璃窑炉均使用天然气作为燃料，故公司天然气需求量大幅增长，公司与国内主要天然气供应商达成长期战略协议，通过将管道天然气纳入集中采购，公司进一步拓宽了集采品类，可发挥批量采购价格谈判优势。公司对纯碱、重油和石油焦等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。2024 年，公司纯碱和石油焦采购价格同比降幅较大，分别为 22.76%和 16.69%，重油和天然气价格同比变化较小；2025 年第一季度，纯碱价格进一步下跌，同比降幅达 26.24%，重油、石油焦和天然气等燃料价格降幅分别为 7.66%、12.50%和 6.00%。

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
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	338.04	1,831.00	3,962.52	1,482.00	2.96
2025 年第一季度	329.18	1,487.00	3,514.36	1,470.00	2.82

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和土耳其，天然气主要由当地供应，其他辅料及备件主要采购自马来西亚及我国国内。马来西亚旗滨所产浮法玻璃主要出口印度、菲律宾、柬埔寨、印尼、越南和澳大利亚等国。2022-2024 年马来西亚旗滨分别实现营业收入 7.04 亿林吉特、5.71 亿林吉特和 4.99 亿林吉特（折人民币 11.10 亿元、8.81 亿元和 8.08 亿元⁴），净利润分别为 1.97 亿林吉特、-0.04 亿林吉特和 -0.04 亿林吉特（折人民币 3.11 亿元、-0.06 亿元和 -0.06 亿元）。

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、越南、新加坡和澳大利亚等。2022-2024 年南方节能分别实现营业收入 1.54 亿林吉特、1.67 亿林吉特和 1.71 亿林吉特（折人民币 2.44 亿元、2.58 亿元和 2.77 亿元），净利润分别为 0.12 亿林吉特、0.06 亿林吉特和 0.06 亿林吉特（折人民币 0.19 亿元、0.09 亿元和 0.10 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 条光伏压延玻璃生产线于 2023 年 10 月点火，2024 年 3 月正式投产，1 条光伏浮法玻璃生产线于 2024 年 12 月点火，另有 1 条光伏压延玻璃生产线在建。2024 年马来光伏实现营业收入 3.52 亿林吉特（折人民币 5.70 亿元），净亏损 0.60 亿林吉特（折人民币 0.97 亿元）。

整体看，2024 年该公司海外业务中，除节能玻璃业务外，浮法玻璃及光伏玻璃业务均呈亏损状态，后续经营情况有待关注。

投资规划

围绕现有业务，截至 2025 年 3 月末该公司已立项的重大在建、拟建及已完工单尚未支付建设尾款的项目概算投资额合计 178.10 亿元，已累计投资 140.04 亿元，其中光伏玻璃相关项目待投资金额较大，按照当前规划，2025 年 4-12 月、2026 年及 2027 年预计投资金额分别为 17.88 亿元、12.51 亿元和 7.67 亿元，公司中短期内仍有一定规模的投融资需求。

³ 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%。

⁴ 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。2022-2024 年末林吉特兑人民币汇率中间价分别为 1.5772、1.5415 和 1.6199。

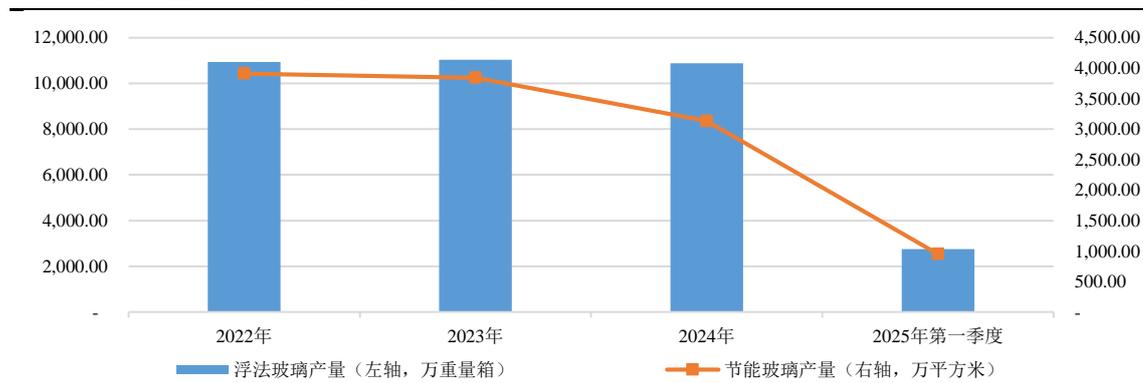
图表 9. 公司主要在建、拟建及已完工单尚未支付建设尾款的项目投融资规划（单位：亿元）

投资方向	项目总预算	截至 2025 年 3 月末累计投资	未来投资计划		
			2025 年 4-12 月	2026 年	2027 年
浮法玻璃相关	33.34	26.28	3.47	2.36	1.23
光伏玻璃相关	126.52	100.57	12.81	7.97	5.18
电子玻璃相关	14.91	11.90	0.65	1.52	0.84
医药玻璃相关	0.12	0.11	-	0.01	-
其他	3.21	1.18	0.96	0.64	0.43
合计	178.10	140.04	17.88	12.51	7.67
其中：已完工尚未完成投资项目合计	84.07	75.49	4.94	2.55	1.09

注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制。

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：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该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，公司系国内浮法玻璃龙头企业，产能居全国第二，规模优势突出。公司浮法玻璃生产线分布于 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；马来西亚基地产品销售辐射范围也较大。公司依托浮法玻璃业务拓展布局节能玻璃业务，截至 2025 年 3 月末已投产 11 条镀膜节能玻璃生产线，年产能 5,280 万平方米，规模已居行业前列。

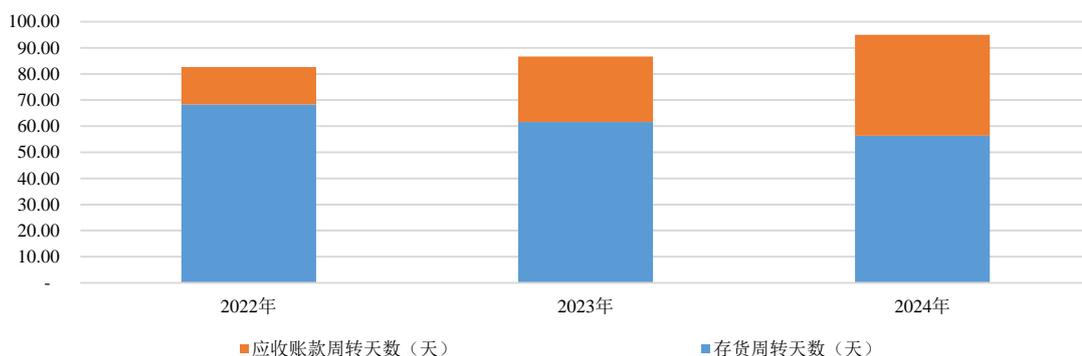
该公司近年来拓展了光伏玻璃、电子玻璃和药用玻璃等非建筑玻璃业务，并以光伏玻璃为拓展重心，2022 年以来新建光伏压延玻璃生产线陆续投产，截至 2025 年 3 月末公司已有 9 条光伏玻璃生产线投产，日熔化量合计 10,600 吨，产能规模位居全国第三。

原燃料供应方面，该公司拥有丰富的硅砂资源，随着硅砂基地的建成投产，硅砂自给率水平高，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。公司对玻璃生产所需纯碱及主要燃料实施集中采购，以强化对供应商的议价能力。

目前该公司累计已有约 70% 的建筑浮法玻璃生产线完成冷修或产能置换，2020 年以后冷修复产及产能置换新投产的生产线个数合计占比约为 55%。公司非建筑玻璃生产线主要为新建，其中大多数光伏玻璃生产线集中于 2023 年及之后投产。整体看，公司产能装备水平高。减排降耗方面，公司通过余热利用降低能耗，通过脱硫脱硝设施改造减少污染物排放，通过水循环利用减少废水量，通过建设分布式光伏增加绿电使用减少碳排放，绿色生产水平高。

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

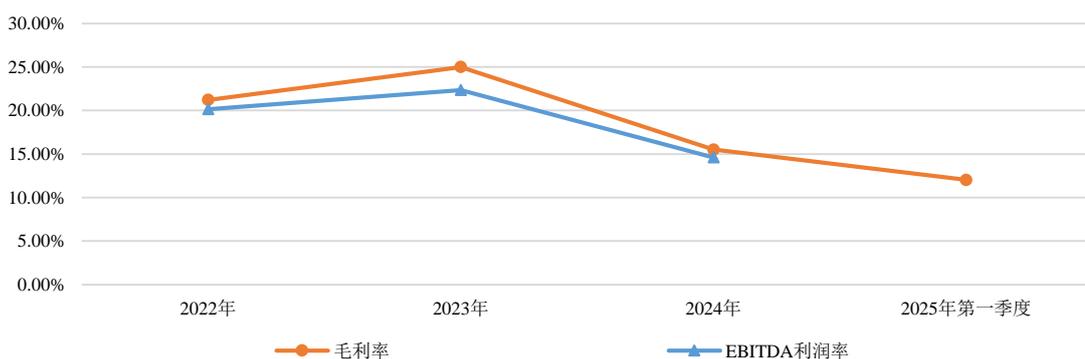


注：根据旗滨集团提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年，该公司存货周转天数分别为 68.30 天、61.62 天和 56.40 天，逐年下降，存货管理情况良好；应收账款周转天数分别为 14.35 天、25.04 天和 38.63 天，主要因光伏玻璃业务规模扩大而有所上升。同期，公司营业周期分别为 82.65 天、86.66 天和 95.03 天，虽然有所延长，但公司经营效率仍较高。

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



指标	2022年	2023年	2024年	2025年第一季度
营业毛利 (亿元)	28.25	39.20	24.27	4.19
毛利率	21.22%	24.99%	15.51%	12.02%
期间费用 (亿元)	13.41	17.48	19.02	4.37
其中：销售费用 (亿元)	1.37	1.71	1.90	0.40
管理费用 (亿元)	6.84	8.42	7.98	1.75
研发费用 (亿元)	5.00	5.72	5.85	1.15
财务费用 (亿元)	0.21	1.63	3.29	1.07
资产减值损失及信用减值损失 (亿元)	0.66	1.71	2.99	0.14
经营收益 (亿元)	12.81	18.21	0.56	-0.82
投资收益 (亿元)	0.07	0.04	0.12	0.04
其他收益及营业外收入 (亿元)	1.47	2.20	2.40	0.57
净利润 (亿元)	13.24	17.22	2.64	4.38
EBITDA (亿元)	26.84	35.05	22.85	-
EBITDA 利润率	20.16%	22.35%	14.60%	-

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。

2024 年，主要因浮法及光伏玻璃价格下跌，该公司毛利率大幅下降，营业毛利同比减少 38.09%。2022-2024 年，公司期间费用有所增长，其中 2024 年增长主要因刚性债务扩大，财务费用增长所致。2024 年，公司资产减值损失及信用减值损失合计金额亦同比有所增长，主要因市场竞争加剧，部分产品价格下降幅度较大，公司计提较大金额存货跌价准备，以及光伏玻璃业务扩张，应收账款规模增长，公司计提坏账准备增加所致。2024

年，受以上因素影响，公司经营收益大幅下降。公司对外投资较少，近年来投资收益金额小。2022-2024 年，公司营业外收入及其他收益合计金额有所增长，主要因增值税加计抵减额增长。2024 年，主要因主业盈利能力下降，公司净利润同比大幅减少 84.67%，EBITDA 同比下降 34.79%，EBITDA 利润率同比下降 7.74 个百分点。

2025 年第一季度，因主要产品价格同比大幅下降，该公司营业毛利同比大幅减少 58.38%，公司当期虽压减开支，期间费用同比下降 5.02%，但经营收益仍同比减少 5.78 亿元，当期呈经营性微亏状态。因绍兴旗滨、浙江节能搬迁确认了大额资产处置收益，当期公司净利润同比增长 6.38%。

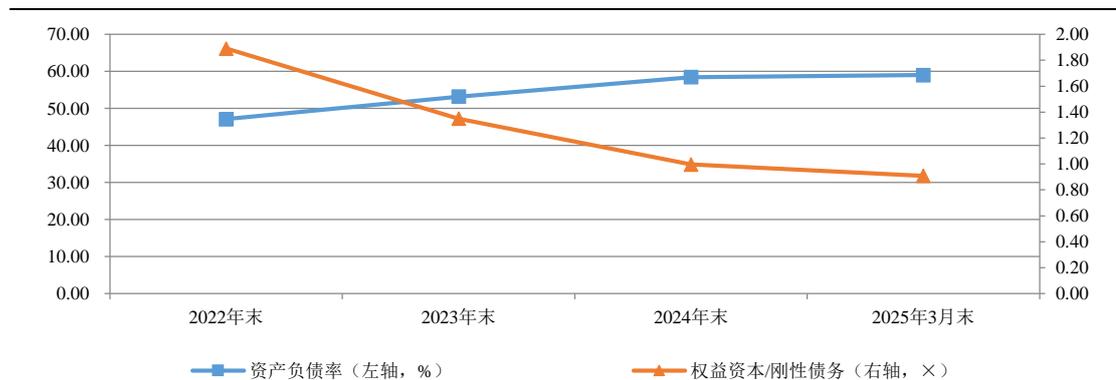
2025 年，国家新出台稳楼市政策，我国房地产市场虽存筑底企稳预期，但建筑玻璃需求改善预计将相对滞后，供需改善或将主要取决于冷修产生的供应缩量。我国新增光伏装机增长依赖于消纳问题的改善，新建产能仍有点火预期，行业仍将面临一定的供需平衡压力。玻璃成本端纯碱价格存一定的下行预期，或将为玻璃企业盈利改善起到一定的积极作用。公司 2024 年以来进行产品结构调整，并进一步加强原燃料集采以控制成本，未来中短期内主业盈利状况存在一定的改善预期。

3. 财务

为匹配项目建设投资，2024 年以来该公司刚性债务持续增长，财务杠杆有所上升，但目前尚处合理区间。公司增量债务主要为中长期借款，期限结构较为合理，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。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 47.10%、53.21%、58.43%和 59.00%，主要因加大债务融资以满足光伏玻璃生产线建设资金需求而持续上升，但公司财务杠杆控制强，近年来杠杆水平上升幅度相对温和，目前尚处合理区间；同期末，权益资本/刚性债务分别为 1.89、1.35、1.00 和 0.91，随着债务的增长，公司所有者权益对其覆盖程度弱化。

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		2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产	金额	77.21	90.54	91.54	109.53
	占资产总额的比重	31.60%	28.37%	26.44%	30.27%
其中：货币资金		33.26	36.92	32.03	41.11
交易性金融资产		-	-	0.32	4.31
应收账款		7.96	13.56	19.57	19.24
存货		19.59	20.13	20.73	23.68
其他流动资产		8.65	11.93	12.12	10.78
非流动资产	金额	167.13	228.61	254.74	252.35

主要数据及指标		2022年末	2023年末	2024年末	2025年3月末
	占资产总额的比重	68.40%	71.63%	73.56%	69.73%
其中：固定资产		99.75	117.73	182.98	182.60
在建工程		27.70	59.70	31.62	31.70
无形资产		17.89	21.12	21.48	21.35
其他非流动资产		13.79	17.10	4.28	6.09
期末全部受限资产账面价值		3.70	9.44	10.47	10.37
受限资产账面价值/资产总额		1.51%	2.96%	3.02%	2.87%

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”。

2022-2024年末及2025年3月末，该公司资产总额分别为244.34亿元、319.15亿元、346.28亿元和361.88亿元；随着在建项目的持续投入，公司资产规模扩大，非流动资产占比达到70%左右。

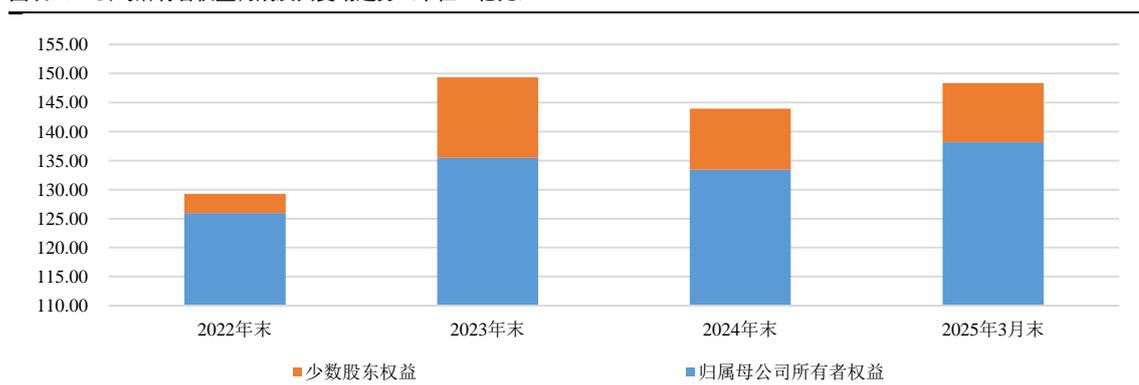
2024年末，该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、存货和其他流动资产。其中，货币资金为32.03亿元，其中因作为汇票、贷款及复垦保证金而受限金额为1.50亿元，受限比率为4.68%。应收账款为19.57亿元，较上年末增加6.01亿元，主要因光伏玻璃业务规模扩大所致。存货为20.73亿元，其中原材料和库存商品账面价值分别为9.74亿元和10.04亿元；2024年计提跌价准备2.38亿元（主要针对库存商品，金额为1.81亿元），当年转回或转销金额为1.38亿元，当期末存货跌价准备余额为2.27亿元。其他流动资产为12.12亿元，主要包括按行业惯例于该科目核算的玻璃熔窑内的玻璃液及锡槽内的锡液等在产品（7.90亿元）以及预缴和留抵税额。

2024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182.98亿元和31.62亿元，合计金额较上年末增加37.18亿元，主要因光伏玻璃项目投入所致。无形资产为21.48亿元，主要系土地使用权（17.70亿元）及砂矿采矿权（3.22亿元）。其他非流动资产为4.28亿元，较上年末减少12.82亿元，主要因预付的设备款和工程款结转至固定资产及在建工程所致。

2025年3月末，该公司货币资金较上年末增加9.08亿元，主要因部分融得资金尚未投入使用所致；交易性金融资产增加4.00亿元，主要因将部分闲置资金用于投资理财；除上述科目外，公司其他资产科目变化均较小。同期末，公司受限资产为10.37亿元，主要包括货币资金1.87亿元、固定资产3.43亿元、无形资产3.44亿元和使用权资产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。

2022-2024年末及2025年3月末，该公司所有者权益分别为129.25亿元、149.33亿元、143.93亿元和148.38亿元，其中2024年末主要因分配股利而较上年末减少5.39亿元。公司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，2025年3月末占比分别为18.09%、17.84%、8.62%和47.75%，其中未分配利润占比较高；根据公司利润分配预案，2025年拟发放现金红利1.20亿元，对所有者权益规模的影响不大。

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	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	68.36	110.65	144.53	163.15
其中：短期刚性债务	19.13	16.87	33.98	40.13
中长期刚性债务	49.23	93.78	110.55	123.03
应付账款	18.37	29.06	29.97	30.39
其他应付款	9.68	11.98	12.44	6.08
递延收益	4.36	4.66	5.72	5.77
综合融资成本（年化，%）	3.44	3.47	2.84	2.71

注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制；2022-2023 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 年系公司提供，2025 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。

2022-2024 年末，该公司负债总额分别为 115.09 亿元、169.82 亿元和 202.34 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，2024 年末达 71.43%。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。2024 年末，应付账款较上年末变化不大，其中应付工程款为 16.41 亿元，主要系应付光伏玻璃项目建设款，另外还包括 10.77 亿元应付材料款。其他应付款包括前述绍兴产能搬迁收到的政府搬迁转让款 6.24 亿元和质保金/保证金 4.28 亿元。递延收益绝大部分系收到的与资产相关的政府补助，2024 年主要因收到经济奖励、专项资金补贴等政府补助合计 1.93 亿元，而较上年末增加 1.06 亿元。2025 年 3 月末，公司其他应付款较上年末减少 6.36 亿元，主要因完成产能搬迁事项所涉及的所有资产交接手续，前述转让款结转所致；公司其他非刚性债务负债科目较上年末变化均不大。

2022-2024 年末，该公司刚性债务分别为 68.36 亿元、110.65 亿元和 144.53 亿元，逐年增长，主要因光伏玻璃等项目建设资金需求增长，公司债务融资增加所致。近年来公司增量融资主要为银行借款，2024 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 127.05 亿元，占刚性债务的比重为 87.91%；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。2024 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 13.77 亿元）和应付票据 3.60 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 2024 年末中长期刚性债务占比为 76.49%。2025 年 3 月末，因银行借款增加，公司刚性债务较上年末增加 18.62 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，2022-2024 年公司综合融资成本分别 3.44%、3.47%和 3.50%；2025 年第一季度，公司借款平均利率为 2.71%（按现行利率并以当期末余额为权重计算）。整体看，公司融资成本较低。

图表 17. 公司 2025 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	到期剩余期限				
	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%)	4.09	-	-	-	-
2%~3% (不含 3%)	20.99	32.67	46.95	6.35	0.22
3%~4% (不含 4%)	5.27	3.58	3.47	5.48	9.47
4%~5% (不含 5%)	0.15	-	-	-	-
5%~6% (不含 6%)	0.05	0.27	0.75	-	-
合计	30.55	36.53	51.18	11.83	9.69

注：根据旗滨集团所提供的数据整理、绘制。

资金管理方面，该公司本部对下属子公司资金进行监控，并有权对子公司资金进行调度，能够为偿债资金的筹备提供一定的保障。

(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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额	5.68	15.43	9.12	0.17
其中: 业务现金收支净额	6.94	16.21	10.42	0.56
投资环节产生的现金流量净额	-28.85	-53.89	-31.22	-8.00
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	-37.49	-53.09	-28.41	-3.72
筹资环节产生的现金流量净额	11.21	42.11	17.31	16.63
其中: 现金利息支出	-0.91	-2.28	-3.38	-0.55

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。

2022-2024 年, 该公司经营性现金流保持净流入状态, 其中 2024 年主要因主业盈利能力下降, 净流入额同比减少 40.91%。2025 年第一季度, 主要因原燃料采购现金支出缩减, 当期经营性现金净流入额同比增加 3.34 亿元。

2022-2024 年及 2025 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 2023 年系公司光伏玻璃等新建项目投资高峰期, 2024 年以来净流出规模有所收缩。

2022-2024 年, 该公司权益融资净额分别为-19.16 亿元、-6.69 亿元和-8.77 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 32.88 亿元、40.82 亿元和 30.60 亿元, 为匹配项目建设, 公司债务性融资力度较大。其他与筹资活动相关现金流入净额分别为-2.50 亿元、7.98 亿元和-4.52 亿元, 其中 2023-2024 年金额较大, 主要因收到及购买支付员工跟投平台的股权转让款。2025 年第一季度主要因借款增加, 公司筹资性现金流维持较大金额净流入状态。

② 偿债能力

图表 19. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月末
EBITDA/利息支出 (×)	15.48	11.28	5.11	-
EBITDA/刚性债务 (×)	0.53	0.39	0.18	-
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	198.96	248.71	107.11	127.96

注: 根据旗滨集团所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年, 主要因刚性债务增长, 该公司 EBITDA 对刚性债务及其孳息覆盖倍数有所下降。2024 年末, 公司短期刚性债务现金覆盖率虽较上年末大幅下降, 但因公司债务结构较为合理, 即期债务偿付保障性仍较好; 2025 年 3 月末, 该指标略有回升。

财务弹性方面, 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 2025 年 3 月末获得银行授信总额为 218.90 亿元 (其中大型国有商业银行授信占比为 51.19%), 尚未使用额度为 33.16 亿元, 能够为公司债务滚续提供较强的保障。

4. 调整因素

(1) ESG 因素

环境方面, 根据该公司发布的《社会责任报告》, 2024 年 1 月公司开始全面推行《玻璃工业大气污染物排放标准》(GB26453-2022), 氮氧化物 (NO_x)、二氧化硫 (SO₂) 及颗粒物的排放浓度及排放总量同比明显下降, 污染物排放符合法律法规要求。公司对熔窑进行定期检修, 提高热效率, 降低热损失, 减少燃料使用量; 通过配套余热发电系统、使用节能设备以及在厂房屋顶安装光伏发电系统等方式降低用电量并增加清洁能源使

用，以达到降碳目的。公司持续完善安全生产管理制度，并能够有效落实，2024年未发生重特大安全事故。

社会责任方面，该公司积极参与乡村振兴、扶贫扶困、关爱老人、慈善捐助以及其他社会责任工作，2024年对外捐赠资金及物资总投入194.46万元，惠及1,204人。

治理方面，该公司于2025年5月取消监事会，目前公司设置股东大会和董事会。股东大会是公司的权力机构。跟踪期内，公司聘请全球顶尖管理咨询机构完成了董事会治理体系变革工作，董事会以独立于管理层的非执行董事、独立董事为主，围绕“定战略、做决策、抗风险”的定位，发挥董事会的战略引领、战略决策和独立监督作用，保护全体股东利益；健全董事会下设专业委员会运行机制，功能前置，强化其辅助决策、专业议事和咨询职能。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。2025年5月30日，公司完成董事会换届，张国明因换届不再担任董事职务，官明成为新任董事，郜卓、包新民和胡家斌因换届不再担任独立董事职务，Heris、夏艳珍和许武毅成为新任独立董事；周军不再担任副总裁、李向阳和刘斌成为新任副总裁。

综上，该公司在ESG因素方面不涉及评级调整。

(2) 科技赋能因素

该公司主营业务所涉及的产业成熟度高，近年来公司研发项目不涉及国家或关键领域重大科技项目，故公司在科技赋能因素方面不涉及评级调整。

(3) 跨业多元化因素

该公司生产销售建筑、光伏及其他玻璃产品，各类玻璃下游应用领域不同，但在生产特征方面具有相似性，考虑到目前公司拓展的非建筑玻璃业务尚未带来明显的风险冲减效应，故公司在跨业多元化因素方面不涉及评级调整。

(4) 流动性因素

图表 20. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022年末	2023年末	2024年末	2025年3月末
流动比率(%)	133.95	134.71	109.87	133.57

注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制。

2024年末及2025年3月末，该公司流动比率先降后升，但指标表现整体较好。结合公司货币类资产规模、短期内资金支出需求及可用授信情况判断，公司不涉及流动性因素评级调整。

(5) 表外因素

根据该公司提供的资料显示，截至2025年3月末公司不存在对外担保。根据公司审计报告所载，2024年末公司无重大或有事项。综上，公司不涉及表外因素评级调整。

(6) 其他因素

关联交易方面，根据审计报告的认定标准，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。2022-2024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；2024年末公司应收及应付关联方款项余额分别为349.39万元和420.81万元。

图表 21. 公司主要关联交易情况（单位：万元）

项目	2022年(末)	2023年(末)	2024年(末)
关联采购及接受劳务	506.72	606.98	210.53
关联销售及提供劳务	1,568.98	109.85	219.71
关联应收款项(余额)	630.96	378.79	349.39

项目	2022年（末）	2023年（末）	2024年（末）
关联应付款项（余额）	237.19	222.21	420.81

注：根据旗滨集团所提供数据整理、绘制；上表关联应收款包括预付账款、应收账款、其他应收款、应收利息和合同资产等，其他应付款包括预收账款、应付款项、其他应付款、应付股利和合同负债等。

信用记录方面，根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2025 年 5 月 12 日）及主要一级子公司（截至 2025 年 3 月末）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 2025 年 6 月 6 日公司本部、控股股东及主要子公司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。

综上，该公司在其他因素方面不涉及评级调整。

5. 外部支持

该公司不涉及外部支持。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了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。上述主体均以玻璃业务为核心主业，与公司具有一定的可比性。

建筑玻璃业务方面，该公司浮法玻璃规模居全国第二，仅次于信义玻璃，工程节能玻璃规模稍逊于南玻集团；非建筑玻璃方面，公司和南玻集团在光伏玻璃业务规模方面相当。公司盈利能力、经营效率、财务杠杆及偿债能力指标与南玻集团相近；除经营效率指标外，其他指标表现均弱于信义玻璃。

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 2024 年 12 月 27 日由 11.43 元/股向下修正为 6.16 元/股。

在本次债券期满后 5 个工作日内，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 2025 年 3 月末，本次债券余额为 149,844.80 万元。

2. 偿债保障措施跟踪分析

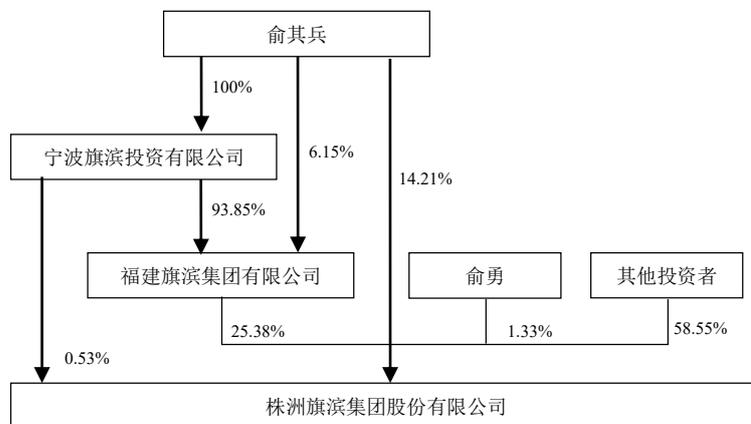
跟踪期内，该公司刚性债务增长加之盈利能力有所弱化，EBITDA 对刚性债务及其孳息的保障倍数分别降至 0.18 倍和 5.11 倍，但覆盖程度仍较高。公司货币资金较为充裕，且融资渠道较为畅通，可为即期债务的偿付提供良好保障。

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：

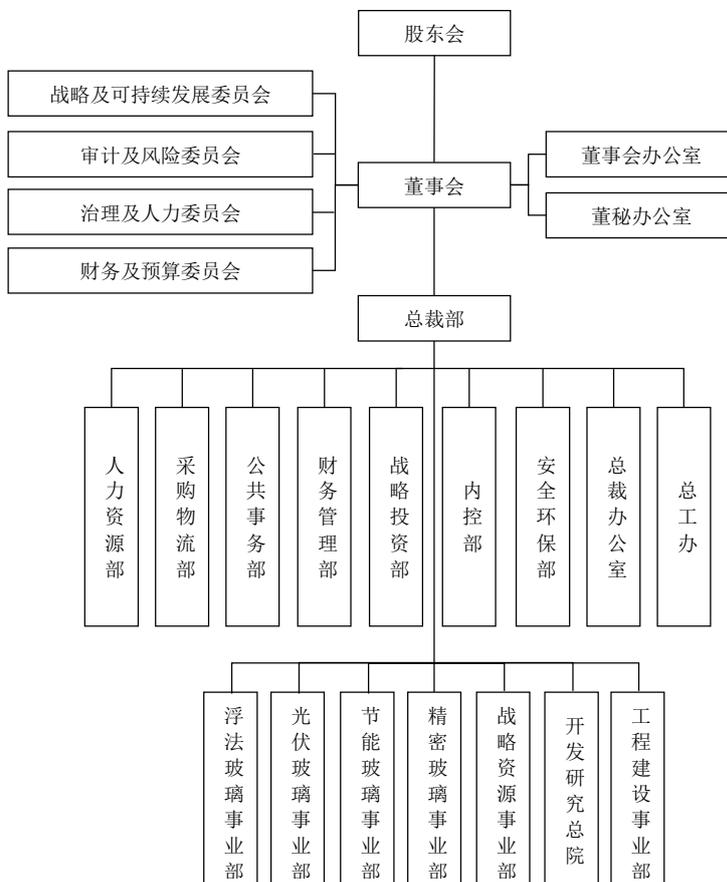
公司与实际控制人关系图



注：根据旗滨集团提供的资料整理绘制（截至 2025 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 2025 年 5 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2024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	147.51	144.48	157.19	2.80	8.73	合并口径
株洲旗滨集团股份有限公司	旗滨集团	本级	-	-	13.88	104.17	0.73	7.25	-0.39	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	4.12	51.13	51.64	5.22	7.79	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	-	9.02	8.08	-0.06	0.65	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	-	5.98	6.77	0.64	1.65	
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	5.93	18.21	15.04	1.17	0.76	
绍兴旗滨玻璃有限公司	绍兴旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	7.78	4.76	7.41	-0.13	-0.51	
长兴旗滨玻璃有限公司	长兴旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	1.80	12.30	13.65	1.40	1.19	
平湖旗滨玻璃有限公司	平湖旗滨	子公司	100.00%	浮法玻璃	0.45	4.80	4.47	0.55	0.42	
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	101.55	34.36	58.11	-2.71	-5.12	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	12.82	9.48	5.70	-1.59	3.66	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	-	1.40	2.05	0.02	-0.07	
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	0.04	1.21	3.93	0.12	0.74	
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	0.05	2.78	7.63	0.45	0.60	
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	0.06	1.82	3.14	-0.23	0.26	
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	-	1.14	2.77	0.10	0.58	
福建旗滨医药材料科技有限公司	福建药玻	子公司	99.00%	医药玻璃	1.73	1.66	0.48	-0.98	-0.39	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	88.87%	电子玻璃	5.55	5.71	2.11	-1.63	-1.08	合并口径

注：根据旗滨集团 2024 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	2024 年度经营数据						2024 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 (×)	EBITDA/利息支出 (×)	EBITDA/刚性债务 (×)
信义玻璃控股有限公司	-	浮法玻璃产能：23,030 吨/日 (2023 年末设计日熔化量)	223.24	33.69	132.57	30.15	26.13	28.50	5.23	32.22	0.83
中国南玻集团股份有限公司	-	浮法玻璃产量：4,420 万重量箱 工程玻璃产量：4,535 万平方米 光伏玻璃产量：45,215 万平方米 电子玻璃产量：30.42 万吨	154.55	2.48	86.08	16.87	10.42	55.14	1.13	6.70	0.14
株洲旗滨集团股份有限公司	AA+/稳定	浮法玻璃产量：10,881 万重量箱 工程玻璃产量：3,134 万平方米 光伏玻璃产量：45,741 万平方米 电子玻璃产量：3,679 万平方米	156.49	2.64	95.03	15.51	14.60	58.43	1.00	5.11	0.18

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]	2022年/末	2023年/末	2024年/末	2025年第一季度/末
资产总额[亿元]	244.34	319.15	346.28	361.88
货币资金[亿元]	33.26	36.92	32.03	41.11
负债总额[亿元]	115.09	169.82	202.34	213.50
刚性债务[亿元]	68.36	110.65	144.53	163.15
所有者权益[亿元]	129.25	149.33	143.93	148.38
营业收入[亿元]	133.13	156.83	156.49	34.84
净利润[亿元]	13.24	17.22	2.64	4.38
EBITDA[亿元]	26.84	35.05	22.85	-
经营性现金净流入量[亿元]	5.68	15.43	9.12	0.17
投资性现金净流入量[亿元]	-28.85	-53.89	-31.22	-8.00
资产负债率[%]	47.10	53.21	58.43	59.00
权益资本/刚性债务[×]	1.89	1.35	1.00	0.91
营业周期[天]	82.65	86.66	95.03	-
毛利率[%]	21.22	24.99	15.51	12.02
EBITDA 利润率[%]	20.16	22.35	14.60	-
EBITDA/利息支出[×]	15.48	11.28	5.11	-
EBITDA/刚性债务[×]	0.53	0.39	0.18	-
短期刚性债务现金覆盖率[%]	198.96	248.71	107.11	127.96
流动比率[%]	133.95	134.71	109.87	133.57
担保比率[%]	-	-	-	-

注：依据旗滨集团经审计的 2022-2024 年度及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率[%]=期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本/刚性债务[×]=期末所有者权益总额/期末刚性债务余额
营业周期[天]=报告期应收账款周转天数+报告期存货周转天数
毛利率[%]=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
EBITDA 利润率[%]=报告期 EBITDA/报告期营业收入×100%
EBITDA/利息支出[×]=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[×]=EBITDA/（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2
短期刚性债务现金覆盖率[%]=（期末货币资金+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票）/期末短期刚性债务余额
流动比率[%]=期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
担保比率[%]=期末未清担保余额/期末所有者权益总额×100%
上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。 为简化计算，上表公式中期初数以上年末数代替。 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+其他刚性债务 短期刚性债务=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+其他短期刚性债务 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。

发行人历史评级

附录七：

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	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月20日	AA ⁺ 稳定	杨亿、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（2025.5）	-
债项评级	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
	前次评级	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月20日	AA ⁺	杨亿、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（2025.5）	-

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。