



2022年广东豪美新材股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年广东豪美新材股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
豪美转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元将广东豪美新材股份有限公司（以下简称“豪美新材”或“公司”，股票代码：002988.SZ）的主体信用等级和豪美转债信用等级移出信用观察名单。本次评级结果是考虑到：公司安全事故风险影响已基本出清，经营基本面未受到实质不利影响，公司建筑铝型材在广东省内仍有一席之地，工业铝型材经营稳定，汽车铝型材具有一定的技术实力和储备项目，三大下游应用领域有助于公司平抑下游需求波动；同时中证鹏元也关注到，公司安全事故对2022年经营财务造成冲击，且公司半数以上铝型材产品为门窗幕墙及汽车零部件材料，应收款项回收风险和营运资金压力有所加大，公司面临较大的债务滚存压力及存在一定的安全生产风险等风险因素，此外还需关注铝价大幅波动时可能对公司现金流及盈利能力带来的扰动。

评级日期

2023年5月12日

联系方式

项目负责人：游云星
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	52.78	52.75	50.33	40.14
归母所有者权益	22.11	21.90	22.28	21.21
总债务	26.19	26.50	22.76	13.15
营业收入	13.09	54.13	56.00	34.37
净利润	0.21	-1.12	1.38	1.16
经营活动现金流净额	-0.65	-1.18	-3.33	0.20
净债务/EBITDA	--	8.30	4.37	1.85
EBITDA 利息保障倍数	--	1.90	4.85	5.06
总债务/总资本	55.64%	56.18%	50.54%	38.27%
FFO/净债务	--	3.11%	14.69%	34.90%
EBITDA 利润率	--	4.29%	6.18%	7.36%
总资产回报率	--	-0.33%	4.61%	5.04%
速动比率	1.32	1.26	0.99	1.18
现金短期债务比	0.51	0.55	0.41	0.74
销售毛利率	10.51%	10.21%	12.02%	14.83%
资产负债率	58.17%	58.53%	55.75%	47.14%

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司处于铝型材行业第一梯队，建筑铝型材、汽车铝型材等主要产品具备较强竞争力。**公司铝型材产量居于行业前列，客户较为稳定，公司产品多元化，主要产品可应用于建筑、工业和汽车三大下游领域，广泛的下游有助于公司平抑行业周期波动风险；其中建筑铝型材在广东省内仍有一席之地，工业铝型材经营稳定，汽车铝型材具有一定的技术实力和储备项目，得益于国内新能源汽车产销量大幅增长及前期定点汽车材项目逐步进入量产期，2022 年汽车铝型材销售收入翻倍增长。

关注

- **安全事故对公司经营财务的冲击。**2022 年 4 月 3 日，公司熔铸车间发生爆炸事故，造成 5 人死亡。事后公司全厂停产检查，各生产线陆续恢复生产，截至 2022 年末，公司生产经营恢复正常，但受事故及停产检查影响，公司当年产能利用率受到限制，且年初采购的部分原材料因无法及时消化，铝价下行后公司承受了一定损失。目前来看，公司安全事故风险影响已基本出清，因安全生产事故等原因，2022 年公司计提了 0.49 亿元的资产减值损失、0.36 亿元的事故支出，多重因素影响下，2022 年公司净利润亏损 1.12 亿元。
- **公司营运资金压力有所加大。**公司与上游结算多为先款后货或现款现货，与下游结算多为先款后货。因上下游账期错配，公司承担账期压力，近两年经营活动现金均为净流出，合计净流出 4.51 亿元，未来需持续关注公司营运资金压力。
- **公司应收款项回收风险有所加大。**截至 2022 年末，公司应收账款及应收票据账面价值合计 16.94 亿元，占总资产的 32.11%，规模较大，且公司半数以上铝型材产品为门窗幕墙及汽车零部件材料，近年建筑铝型材下游终端客户地产商资金紧张且已逐步传导至上游供应商，大部分新能源车企仍处于亏损状态，若下游终端客户出现资金问题将给公司应收账款带来回收风险。
- **铝价大幅波动可能对公司现金流及盈利能力形成扰动。**铝锭与铝棒为公司主要原材料，铝作为大宗商品，价格波动风险较大。若铝价持续上涨，则公司营运资金压力将加大，若铝价持续下行，生产备料则成为高价库存，侵蚀单位毛利。
- **总债务继续增加，面临较大的债务滚存压力。**受本期债券发行影响，2022 年末公司总债务继续增加，资产负债率上升至 58.53%，虽本期债券募集资金到位改善了债务期限结构，但短期债务规模仍较大、现金短期债务比处于较低水平。
- **公司存在一定的安全生产风险。**公司作为铝合金型材的生产制造企业，生产制造过程中主要涉及熔炼、铸造、挤压等高温、高压的生产工艺及危险性相对较高的生产设备，员工操作过程中可能会存在安全生产方面的风险隐患。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为经过多年的发展，公司积累了一定的技术实力及客户资源，铝型材销售规模较大。

同业比较（单位：亿元）

指标	兴发铝业	豪美新材	鑫铂股份	和胜股份	闽发铝业
总资产	120.96	52.75	44.36	30.41	23.83
营业收入	169.33	54.13	42.21	29.99	27.91
净利润	4.61	-1.12	1.88	2.13	0.51

销售毛利率	10.48%	10.21%	11.55%	19.14%	7.09%
资产负债率	61.51%	58.53%	57.44%	46.68%	36.26%
铝型材销量-2022年（万吨）	70.30	22.48	17.62	6.50	11.17
铝型材销量-2021年（万吨）	67.84	23.99	11.27	5.58	9.13
铝型材毛利率-2022年	9.71%	8.96%	11.17%	19.09%	5.24%
铝型材毛利率-2021年	10.98%	10.81%	13.04%	20.37%	6.99%

注：（1）以上各财务指标均为2022年数据；（2）鑫铂股份的铝型材销量和毛利率统计口径为铝制品。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
矿业及金属企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	4/7	财务	4/9
	行业风险状况	3/5	状	中
	经营状况	4/7	况	4/7
业务状况评估结果	4/7	财务状况评估结果	4/9	
调整因素	ESG因素		0	
	重大特殊事项		0	
	补充调整		0	
个体信用状况			aa-	
外部特殊支持			0	
主体信用等级			AA-	

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/列入观察名单	AA-/列入观察名单，豪美转债	2022-5-27	谢海琳、陈念	矿业及金属企业信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2021V1.0） 、 外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）	阅读全文
AA-/稳定	AA-/豪美转债	2022-1-6	王皓立、谢海琳	矿业及金属企业信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2021V1.0） 、 外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
豪美转债	8.24	8.24	2022-5-27	2028-1-24

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年1月发行6年期8.24亿元“豪美转债”，募集资金扣除发行费用后，原计划用于高端工业铝型材扩产项目、高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目、营销运营中心与信息化建设项目及补充流动资金。2023年3月，公司公告将原募投项目高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目拟变更为年产2万吨铝合金型材及200万套部件深加工技术改造项目，该事项已通过临时股东大会审议，变更后的募投项目计划总投资2.20亿元，预计年产铝合金型材2万吨、部件加工200万套。

截至2022年12月31日，“豪美转债”募集资金专项账户余额合计0.11亿元。

三、发行主体概况

2022年以来公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。公司股权结构稳定，截至2023年3月末，公司注册资本及实收资本均为2.33亿元，第一大股东为清远市豪美投资控股集团有限公司（以下简称“豪美控股”），持有公司股权38.12%，实际控制人董卫峰、董卫东、李雪琴¹共同控制公司64.16%的股份，其中董卫峰、董卫东各持有豪美控股50%股权，李雪琴直接持有公司第二大股东南金贸易公司100%的股权，具体股权结构图见附录二。

截至2023年3月末，公司前十大股东明细如表1所示，其中豪美控股股权质押数量占其持有股份的40.57%。

表1 截至2023年3月末公司前十大股东明细（单位：万股、%）

股东名称	股本性质	持股数量	持股比例	质押数量	占其持有股份的比例
清远市豪美投资控股集团有限公司	限售流通 A 股, A 股流通股	8,872.96	38.12	3,600.00	40.57
南金贸易公司	限售流通 A 股	5,870.70	25.22	3,282.00	55.90
中国建设银行股份有限公司-信澳新能源产业股票型证券投资基金	A 股流通股	447.71	1.92	0.00	0.00
横琴恒裕联创投资中心(有限合伙)	A 股流通股	351.49	1.51	250.00	71.13
广东粤科纵横融通创业投资合伙企业(有限合伙)	A 股流通股	292.20	1.26	0.00	0.00
柳州盛东投资中心(有限合伙)	A 股流通股	275.00	1.18	0.00	0.00
清远市泰禾投资咨询有限责任公司	限售流通 A 股	191.51	0.82	0.00	0.00
梁志康	A 股流通股	157.66	0.68	0.00	0.00

¹董卫峰、董卫东为兄弟关系，董卫东、李雪琴为夫妻关系。

广东粤科泓润创业投资有限公司	A 股流通股	156.39	0.67	0.00	0.00
信澳领先智选混合型证券投资基金	A 股流通股	137.81	0.59		
合计	-	16,753.43	71.97	-	-

资料来源：公司 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

2022年公司新增3家子公司，其中新设2家、收购1家，未减少子公司，具体见下表所示。

表2 2022 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广东禾安建筑新材料有限公司	100%	1,000	铝模板租赁	新设
佛山市禧德新材料技术有限公司	100%	500	新材料技术推广	新设
清远市天堃工程管理有限公司	100%	100	工程管理	收购

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

公司主营业务突出，子公司分工明确。公司是一家集专业研发、制造、销售于一体的铝型材制造商，已形成从熔铸、模具设计与制造、挤压到深加工及下游系统门窗的铝基新材料产业链，主营业务分为铝型材、系统门窗销售和门窗幕墙安装三类，2022年铝型材收入占比在九成以上。公司本部主要负责建筑铝型材业务、子公司广东精美特种型材有限公司（以下简称“精美特材”）主要负责工业铝型材业务、广东贝克洛幕墙门窗系统有限公司（以下简称“贝克洛”）负责系统门窗业务、清远市科建门窗幕墙装饰有限公司（以下简称“科建装饰”）负责系统门窗幕墙业务。近年公司主要通过新建厂房扩大再生产，受精美特材安全事故、房地产市场需求下行等因素影响，公司2022年本部及各生产型子公司均处于亏损状况。

表3 截至 2022 年末公司本部及生产型子公司基本情况（单位：亿元）

名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
广东豪美新材股份有限公司	建筑铝型材生产销售	42.90	22.10	27.33	-0.03
广东精美特种型材有限公司	一般工业铝型材和汽车铝型材生产销售	26.15	8.11	23.17	-0.70
广东贝克洛幕墙门窗系统有限公司	系统门窗研发设计	3.50	1.20	3.12	-0.07
清远市科建门窗幕墙装饰有限公司	门窗幕墙生产及安装	2.92	0.17	1.73	-0.37

注：上表中的广东豪美新材股份有限公司财务数据为公司本部口径，其他子公司财务数据为合并口径。

资料来源：公司 2022 年度报告，中证鹏元整理

2022年4月3日，熔铸车间9号炉在生产过程中发生爆炸事故，事故发生后公司本部泰基工业城厂区及精美特材熔铸车间停产进行安全检查，其中公司本部停产检查两周左右，精美特材停产时间较长，对公司经营财务状况影响较大。事故导致精美特材10条熔铸生产线停产检查，影响总产能约20万吨/年，2022年7月，5条熔铸生产线复工，其他5条生产线后续陆续复工，截至2022年末，精美特材生产经营恢复正常。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

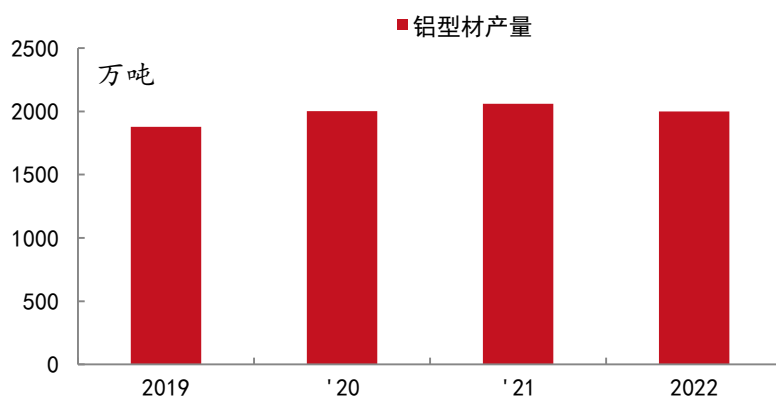
行业环境

2022 年建筑铝型材市场需求承压、工业铝型材市场需求快速增长，铝型材行业集中度低、竞争激烈，需关注铝锭价格波动对业内企业现金流及利润的影响

铝是仅次于钢铁的第二大金属消费材料，目前我国铝材产品以型材为主，其次为板带箔材，其余为铸压件。铝型材具有质量轻、强度高、耐腐蚀等特点，分为建筑铝型材和工业铝型材两大类，目前建筑铝型材产量占比在六成以上，主要应用于建筑领域的门窗、幕墙等方面；工业铝型材应用领域包括家电电子、医疗环保、轨道交通等传统应用领域，以及新能源光伏、汽车轻量化等新兴市场。

建筑铝型材市场需求承压，工业铝型材市场需求有保障。2022年，受房地产市场需求下行影响，建筑铝型材产量同比下降10%至1,240万吨，拖累铝型材整体产量同比下降3个百分点左右。考虑到当前房地产市场景气度较为低迷，未来建筑用铝市场需求承压。工业用铝方面，得益于光伏用铝、汽车用铝的大幅增长，2022年工业用铝产量大幅增长12%至760万吨。考虑到双碳目标推动光伏行业高速发展，全球光伏新增装机量快速上升，汽车轻量化快速发展及新能源汽车渗透率不断提升，汽车行业用铝需求量持续增长，光伏铝型材和汽车铝型材的快速增长为工业铝型材市场需求增速奠定基础。

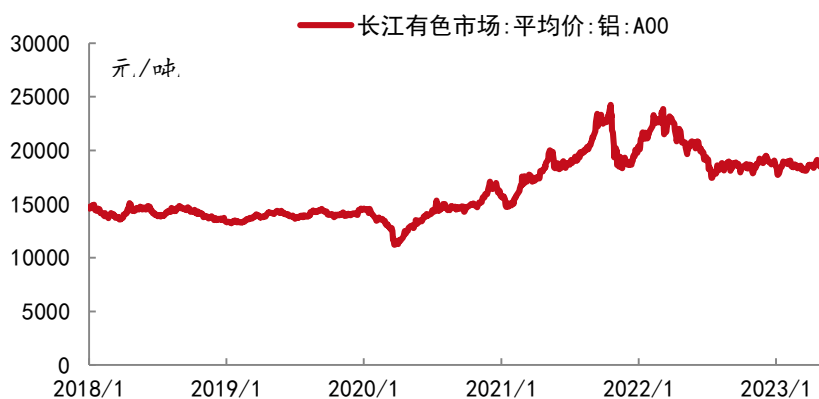
图1 2022年为近年来我国铝型材产量首次小幅下降



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

需关注铝锭价格波动对铝加工企业现金流及利润的影响。铝锭是铝加工的主要原材料，我国作为全球最大的铝生产国，充足的电解铝供应为铝加工行业的生产提供保障。铝加工行业产品定价模式通常为“铝价+加工费”，因此铝加工产品价格会受到铝锭价格波动的影响，铝价上涨虽可增厚铝加工企业收入，但更为重要的是，由于行业内的铝锭采购多为现款现货，铝价大幅上涨将会加大铝加工企业的资金压力，铝价持续下跌则会导致备料成为高价库存，侵蚀业内企业单位毛利。2022年4月以来铝价持续下行，使得行业盈利能力承压。

图2 2022年4月以来铝价整体持续回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前，我国铝加工行业产业集中度不高，国内铝加工企业众多，为充分竞争市场。据不完全统计，目前规模大、实力强和有影响力的上市铝加工企业主要有20多家，其他企业规模较小，抗风险能力较弱。我国铝加工行业产能主要集中在中低端领域，特别是低端产能占比较大，竞争激烈，产品附加值较低，使得行业整体盈利能力较弱。2022年4月以来原材料价格持续回落，部分铝型材企业毛利率下降。

铝加工行业的加工费高低取决于产品的技术附加值、加工难度、市场供需等情况，未来随着交通、通信等对高端铝材需求增加，对铝加工企业的技术和产品等提出了更高要求，拥有资金和规模、技术与人才、客户资源等优势的企业将有望脱颖而出，同时，上游原材料价格上涨及地产需求收缩将淘汰一批中小企业，推动行业集中度提升，有利于行业良性发展。

五、经营与竞争

公司处于铝型材行业第一梯队，三大下游应用领域有助于公司平抑下游需求波动，建筑铝型材在省内具有一席之地、工业铝型材经营稳定、汽车铝型材具备一定的技术实力，已获得两百余个铝合金材料及部件项目定点，随着定点项目陆续放量，为公司业绩释放奠定一定基础，但安全事故及房地产市场下行等因素导致公司2022年业绩由盈转亏，同时公司产能近年不断扩张且承担账期压力，需关注公司未来产能消化风险及营运资金压力

公司主要从事铝合金型材和系统门窗研发、设计、生产及销售，已形成从熔铸、模具设计与制造、挤压到深加工的铝基新材料产业链，铝型材业务（分为建筑铝型材、工业铝型材和汽车轻量化铝型材）仍是公司营业收入的第一大来源，2022年收入占比在九成以上，其中汽车轻量化铝型材是重点发展业务之一。同时，公司近年在积极延伸铝型材产业链，重点发展系统门窗业务，但目前对公司业绩贡献一般。

受子公司安全事故和房地产市场下行等因素影响，2022年公司营业收入和销售毛利率均有所下降。

2023年一季度，公司营业收入同比小幅增长0.89%至13.09亿元，销售毛利率同比虽小幅下降，但好于2022年全年水平。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
铝型材	12.18	9.90%	93.05%	49.50	8.96%	91.45%	50.29	10.81%	89.80%
其中：建筑用铝型材	3.86	13.36%	29.47%	18.49	11.29%	34.16%	24.01	13.16%	42.88%
工业用铝型材	6.19	5.69%	47.28%	21.68	5.70%	40.05%	21.84	7.07%	39.00%
汽车轻量化铝型材	2.13	15.85%	16.30%	9.33	11.95%	17.24%	4.45	16.51%	7.95%
系统门窗销售	0.69	24.38%	5.28%	3.25	31.59%	6.00%	3.02	31.43%	5.39%
门窗幕墙安装	0.21	0.36%	1.62%	1.32	4.65%	2.44%	2.60	13.60%	4.64%

其他	0.01	4.85%	0.05%	0.05	0.31%	0.09%	0.09	-8.67%	0.16%
合计	13.09	10.51%	100.00%	54.13	10.21%	100.00%	56.00	12.02%	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司处于铝加工行业第一梯队，近年产能规模持续增加，建筑铝型材在省内居有一席之地，工业铝型材经营稳定，在汽车铝型材方面具备一定的技术实力，但受安全事故和下游房地产市场下行影响，2022年产能存在一定富余，需关注公司未来产能消化风险

公司拥有两个铝型材生产基地，均位于清远市，其中公司本部主要定位于建筑铝型材，精美特材则主要定位于工业铝型材和汽车轻量化铝型材，目前公司铝型材产品基本为材料类产品，部件类产品较少。公司生产模式主要为以销定产，同时存在一定的工序外协。

公司在汽车铝型材业务方面具备一定技术实力。合金材料成分及后续可加工性能是铝合金工业尤其是中高端铝合金材料的核心技术要求。根据公司公告，公司先后开发出了乘用车结构用高性能铝合金及型材制备技术（广东省科技进步一等奖）、高强高淬透新型7系铝合金及其制备工艺技术、2系7系等铝合金成分熔炼、铸造、挤压及热处理等核心技术，是国内少数能批量加工车用7系铝挤压合金的企业，具有领先优势。汽车轻量化材料取得了奔驰、宝马、丰田、本田等一线外资、合资品牌，比亚迪、广汽、长城、吉利等自主品牌，小鹏、蔚来等造车新势力的两百来个铝合金材料及部件项目定点，是华南地区较具规模的汽车轻量化铝基新材料企业，公司汽车铝型材以产量计的2022年市场占有率为4.6%。截至2022年末，公司共主编/主持《汽车用铝及铝合金挤压型材（GB/T 33910-2017）》等国家标准5项。

子公司募投项目陆续推进推动2022年末产能小幅提升，产能存在一定富余。受安全事故影响，公司本部停产检查，导致2022年本部产能有所下降，但受益于子公司精美特材IPO募投项目达产和本期债券募投项目陆续推进，精美特材产能小幅提升，推动公司2022年末公司产能略有提升。此外，安全事故及房地产需求下行使得2022年铝型材产量下降6.12%，综合影响下，公司产能利用率降低至74.51%。总的来看，铝型材行业市场集中度低，虽公司作为少数铝型材上市公司之一，但产品市场占有率较低，根据公司2022年年报，2022年中国铝型材产量约为2,000万吨，以产量计算的公司市场占有率仅为1.17%。

表5 公司铝型材产品生产情况（单位：万吨）

项目	2022年	2021年
产能	31.49	30.58
其中：公司本部	15.76	16.06
子公司精美特材	15.73	14.53
产量	23.46	24.99
其中：建筑用铝	8.29	11.48
工业用铝	11.71	11.96
汽车轻量化	3.46	1.55
产能利用率	74.51%	81.73%
库存量	1.35	1.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司持续推进汽车材和高端工业铝型材及其产业链延伸，本期债券募投项目资金需求基本来源

于募集资金，截至2023年3月末，暂无其他重大在建拟建项目，未来资本开支压力不大。未来随着新建产线的逐步建成投产，公司产能将进一步扩大，有助于提升产品交付能力。但考虑到当前产能存在一定富余、房地产市场需求难以明显改善、且铝加工行业属于充分竞争行业，生产企业众多，竞争激烈，未来公司能否获得充足订单消化产能具有不确定性，需关注公司募投项目投产后的产能消化风险。此外，规模扩张将推高公司营运资金需求，需持续关注其资金压力及财务杠杆提升对盈利能力的影响。

表6 截至2023年3月末主要在建项目情况（万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金净额	累计已投资	计划年产能	预计投产时间
高端工业铝型材扩产项目	26,311.75	26,311.75	23,446.24	3.30万吨	2024年上半年
年产2万吨铝合金型材及200万套部件深加工技术改造项目	22,000.00	21,973.82	4,993.53	铝合金型材2万吨、部件加工200万套	2024年上半年
合计	48,311.75	48,285.57	28,439.77	--	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售毛利率处于行业内中等水平，下游应用领域分布较为多元，客户稳定性较好且较为分散，有助于分散经营风险，因安全事故、房地产市场需求下行，导致公司2022年业绩大幅下降，未来需持续关注市场需求恢复及铝价波动对公司业绩影响

公司产品定价方式为“铝锭价格+加工费”，产品加工费水平主要受客户材质选择、产品深加工程度、辅料耗用、销售模式和市场竞争水平等因素的影响。一般而言，汽车轻量化技术加工水平要求最高，加工费最高；建筑用铝通常需进行电泳、喷涂等后序加工工序，加工费其次；工业用铝大部分不需要表面处理，加工费最低。其中汽车轻量化铝型材的主导产品为电池托盘和防撞梁，销量占比在90%以上，主要面向新能源汽车产业链。公司客户稳定性较好且较为分散，2021-2022年前五大客户集中度分别为21.05%和19.58%，其中汽车零部件的一级供应商凌云股份（600480.SH）及其关联方、杭州科铭铝业有限公司及其关联方、广东富华机械装备制造有限公司和全球集装箱龙头企业中集集团（000039.SZ）全资子公司青岛中集冷藏箱制造有限公司及其关联方均为公司同期前五大客户。

安全事故、房地产市场需求下行等因素导致公司2022年业绩大幅下降。受益于国内新能源汽车产销量的大幅增长以及前期定点汽车材项目逐步进入量产期，2022年公司汽车铝材销售收入大幅增长109.84%，但未能完全对冲房地产市场需求下行和安全事故带来的冲击，公司2022年建材铝型材销量和收入分别大幅下降28.13%和22.99%，综合影响下2022年铝型材销售收入小幅下降1.57%至49.50亿元。在盈利能力方面，受安全事故影响，熔铸车间停产使得单价更高的铝棒采购量翻番、前期拍卖及采购的原材料价格较高，共同推高公司单位材料成本，同时，2022年因安全事故停产，公司为保证订单交货，工序外协加工量明显提升，2022年单位制造费用同比增加602.47元/吨至2,539.00元/吨，导致单位毛利有所下降。此外，2022年度公司计提了0.90亿元的资产减值、0.36亿元的事故支出，最终使得2022年净利润亏损1.12亿元。

截至2022年底，公司已取得240余个汽车材定点项目，未来随着定点项目逐步放量，为公司业绩释放奠定一定基础。且精美特材生产经营已恢复正常，可大幅减少汽车材外协加工量、单价更高的铝棒采购量，以降低汽车铝材单位生产成本，因此加工费更高的汽车铝材销量提升预计可推动产品结构优化、提升公司整体盈利能力。

表7 公司铝型材产品销售情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2022年	2021年
销量	22.48	23.99
其中：建筑铝材	7.62	10.61
工业铝材	11.18	11.66
汽车铝材	3.68	1.72
产销率	95.83%	96.00%
单位售价	2.20	2.10
其中：建筑铝材	2.43	2.26
工业铝材	1.94	1.87
汽车铝材	2.54	2.59
单位毛利	0.20	0.23
其中：建筑铝材	0.27	0.30
工业铝材	0.11	0.13
汽车铝材	0.30	0.43

注：上表中的销量不包括系统门窗销售、门窗幕墙安装领用的建筑用铝型材数量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司铝型材业务毛利率在同行可比上市公司中处于中等水平，主要是公司下游应用领域毛利一般、高毛利的汽车轻量化铝型材有待放量。

表8 部分上市公司铝型材业务对比情况（单位：万吨）

企业	生产基地	主要产品	销量		毛利率	
			2022年	2021年	2022年	2021年
兴发铝业	广东佛山、四川成都、江西宜春、河南焦作	建筑铝型材、工业铝型材	70.30	67.84	9.71%	10.98%
亚太科技	江苏无锡	汽车铝型材	24.12	22.59	13.74%	14.00%
豪美新材	广东清远	建筑铝型材、工业铝型材	22.48	23.99	8.96%	10.81%
鑫铂股份	安徽滁州天长	工业铝型材、工业铝部件	17.62	11.27	11.17%	13.04%
闽发铝业	福建泉州南安	建筑铝型材	11.17	9.13	5.24%	6.99%
和胜股份	广东中山、安徽马鞍山、江苏常州	工业铝部件	6.50	5.58	19.09%	20.37%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司对供应商不存在重大依赖，主要生产原料占主营业务成本比重较高，需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响

公司的采购模式是“以销定产、以产定购”，生产部门根据当期的订单数量确定生产计划，物控部门根据生产计划确认采购量，由采购部门完成采购。

公司产品原材料占比很高，需关注原材料价格波动对现金流和利润的影响。2022年公司原材料成本在生产成本中的占比仍在80%以上，采购的主要原材料在铝锭、铝棒的基础上新增大规模的废铝。受安全事故影响，公司熔铸车间停产检查，导致2022年铝棒采购量同比增长210.35%，同时为降低生产成本，公司于2022年大批量采购废铝、铝锭采购量同比下降64.67%。原铝、废铝等原材料供应商议价能力强，采购结算方式基本为先款后货，若原材料持续涨价将加大公司营运资金压力，持续跌价则会导致备料成为高价库存，侵蚀公司单位产品毛利润。

2022年公司采购集中度大幅下降但仍较高。大宗商品贸易商埃克森和托克近年稳居公司前五大供应商名单，2022年公司前五大供应商采购占比下降31.55个百分点至40.59%，主要是市场上废铝来源较为分散。整体而言，原铝、废铝属于大宗商品，供应充足，供应商较多，公司对供应商不存在重大依赖。

表9 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2022年	2021年
铝锭	采购数量（吨）	64,686.22	183,072.60
	单价（元/吨）	18,716.77	16,685.70
	金额（万元）	121,071.73	305,469.36
铝棒	采购数量（吨）	94,681.53	30,508.25
	单价（元/吨）	18,111.86	17,898.37
	金额（万元）	171,485.84	54,604.79
废铝	采购数量（吨）	51,230.94	-
	单价（元/吨）	15,691.21	-
	金额（万元）	80,387.54	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因上下游账期错配，公司承担账期压力，2022年净营业周期明显上升，营运资金压力仍较大

公司与下游客户结算方式多为先货后款，受下游房地产客户资金紧张及汽车铝型材收入占比提升影响，公司回款周期延长，2022年应收账款周转天数明显上升。原材料供应商议价能力强，采购结算方式多为先款后货或现款现货，公司应付账款周转天数基本与同行持平，2022年保持稳定。公司存货周转效率基本处于行业平均水平。

综合上述因素，公司净营业周期在可比上市公司中处于较高水平且2022年明显上升，营运资金压力较大。

表10 公司及部分可比上市公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2022年				2021年			
	公司	亚太科技	鑫铂股份	闽发铝业	公司	亚太科技	鑫铂股份	闽发铝业
应收款项周转天数	90	85	72	69	70	76	70	59
存货周转天数	59	40	27	45	49	36	22	49
应付款项周转天数	19	23	24	13	20	22	27	15
净营业周期	130	101	75	101	99	90	65	94

资料来源：Wind，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告及未经审计的2023年一季报，报告均采用新会计准则编制。2022年新增3家子公司对公司财务报表可比性无明显影响。

资本实力与资产质量

随着本期债券募集资金到位，2022年以来资产规模继续增长；公司资产以原材料储备、销售形成的应收款项、厂房设备为主，但应收款项回收风险加大，整体资产质量一般

公司净资产主要由原始股东投入、IPO募集资金和自身经营积累构成，2022年末净资产略有下降主要系当期经营亏损所致。受本期债券募集资金到位影响，2022年末总负债和总资产继续增加。受此影响，公司产权比率继续上升，所有者权益不能覆盖总负债。

图3 公司资本结构

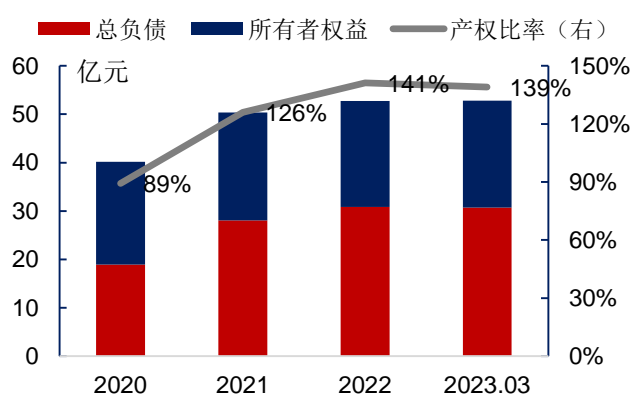
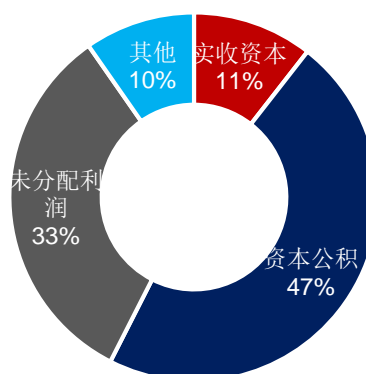


图4 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司深耕铝型材行业，主要通过新建厂房、购置生产设备实现生产、销售和回款并逐步扩大再生产，资产以经营性资产（应收款项、预付账款、存货）为主，生产性资产（固定资产）为辅，2022年末上述资产合计占总资产的比重为78.20%。

2022年虽可转债募集资金到位，但由于公司在建项目支出较大及自身造血能力较弱的影响，货币资金小幅增加。公司应收票据及应收账款主要为铝型材业务销售回款，2022年末账面价值有所下降，主要系业务规模下降及计提的坏账准备增加所致。公司应收账款规模加大且半数以上产品用于地产及汽车行业，近年建筑铝型材下游终端客户地产商资金紧张且已逐步传导至上游供应商；新能源汽车行业头部企业之外的大部分新能源车企仍处于亏损状态，将给公司应收账款带来回收风险。公司应收账款余额结构

与铝型材收入结构大致匹配，2022年末来自建筑、工业和汽车行业的应收账款余额占比在4:4:2左右，2022年末应收账款坏账准备计提比例上升2.03个至9.52%。公司预付账款主要为预付的铝锭采购款，存在一定的季节性波动。存货主要由原材料（主要是铝锭、铝棒及门窗幕墙型材）、自制半成品和库存商品构成，2022年安全事故导致原材料消化不及预期，导致2022年末存货账面价值大幅增加。此外，2022年末公司存货计提减值准备0.28亿元。随着本期债券募投项目的持续推进，固定资产和在建工程账面价值保持增长，但由于部分主要设备未达到预期经济效益，2022年末计提固定资产减值准备0.21亿元。

2022年末公司受限的货币资金、应收票据及应收账款、固定资产、无形资产等资产合计8.01亿元，主要用于满足银行信贷融资需求，受限资产占同期总资产的15.18%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

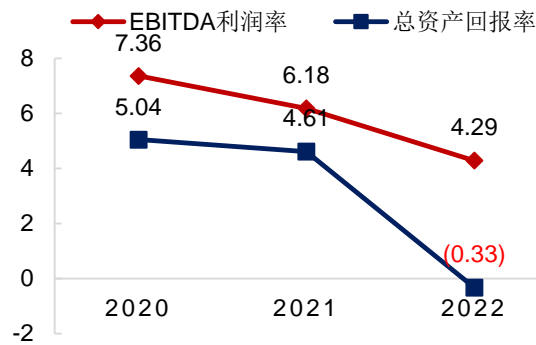
项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.61	6.84%	4.62	8.75%	4.20	8.35%
应收账款	14.98	28.38%	13.82	26.20%	13.24	26.31%
存货	6.50	12.33%	7.56	14.33%	6.37	12.66%
应收票据	2.37	4.48%	3.12	5.91%	4.68	9.30%
预付款项	2.09	3.96%	1.27	2.41%	1.30	2.58%
流动资产合计	32.64	61.84%	33.06	62.66%	32.26	64.10%
固定资产	15.15	28.70%	14.77	28.01%	14.63	29.06%
无形资产	2.97	5.63%	2.96	5.62%	2.60	5.17%
非流动资产合计	20.14	38.16%	19.70	37.34%	18.07	35.90%
资产总计	52.78	100.00%	52.75	100.00%	50.33	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受安全事故及地产需求下行等因素影响，2022年公司业绩转为亏损，未来盈利能力存在一定波动

公司营业收入主要来自铝型材业务，2022年受安全生产事故及房地产市场需求下行等因素影响，经营状况受到较大冲击，溢价空间相对较高的建筑铝型材销量大幅下降、外协加工量明显增加、消化了更多的高价原材料等，导致销售毛利率有所下降，同时公司计提了0.90亿元的资产减值、0.36亿元的事后支出，最终使得2022年净利润亏损1.12亿元、总资产回报率大幅下降、EBITDA利润率转负。考虑到截至2022年末，子公司精美特材已恢复正常生产经营，相关风险事故影响已基本出清，未来需持续关注市场需求及铝价变动对公司盈利能力的影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受利润规模大幅下降影响，公司2022年FFO规模大幅下降，主营业务现金生成能力有所弱化，剔除本期债券募集资金，总债务规模仍较大，面临较大的债务滚存压力

公司总债务由长短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和租赁负债构成，因本期债券募集资金到位，2022年末公司总债务继续增长。银行贷款和资本市场再融资是公司当前最主要的融资渠道，2022年综合融资成本4%左右。得益于可转债募集资金到位，公司债务期限结构明显改善，2022年末短期债务集中度较2021年末下降38个百分点至60.02%。

公司经营性负债主要为应付账款和应付票据，2022年应付账款周转天数仍在20天左右，上游原材料供应商议价能力强，公司对供应商占款能力较弱。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.18	42.95%	13.45	43.55%	17.06	60.80%
应付账款	2.97	9.67%	2.59	8.38%	2.44	8.70%
应付票据	1.30	4.24%	0.60	1.94%	2.84	10.11%
流动负债合计	19.75	64.32%	20.17	65.34%	26.24	93.53%
应付债券	7.48	24.36%	7.36	23.84%	0.00	0.00%
非流动负债合计	10.95	35.68%	10.70	34.66%	1.82	6.47%
负债合计	30.70	100.00%	30.87	100.00%	28.06	100.00%
总债务合计	26.19	85.30%	26.50	85.84%	22.76	81.11%
其中：短期债务	15.32	49.90%	15.91	51.52%	22.32	79.53%
长期债务	10.87	35.39%	10.60	34.32%	0.44	1.58%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司经营活动现金继续净流出，主要原因是2022年回款周期延长且现款现货采购比例增加，

同时受业绩亏损影响，同期FFO净流入规模大幅下降，主营业务现金生成能力弱化。2022年发行的本期债券推高了公司杠杆水平，2022年末资产负债率和总债务/总资本均有所上升。由于2022年盈利能力下降，EBITDA利息保障倍数显著下降。

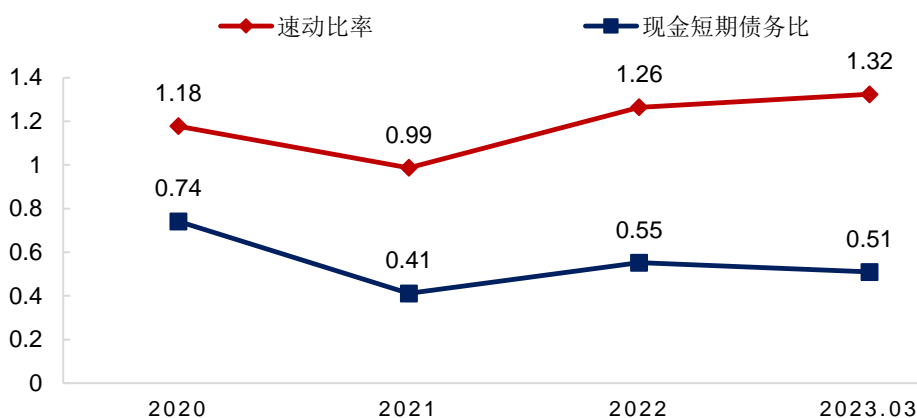
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-0.65	-1.18	-3.33
FFO（亿元）	--	0.60	2.22
资产负债率	58.17%	58.53%	55.75%
净债务/EBITDA	--	8.30	4.37
EBITDA 利息保障倍数	--	1.90	4.85
总债务/总资本	55.64%	56.18%	50.54%
FFO/净债务	--	3.11%	14.69%
经营活动现金流/净债务	-3.48%	-6.12%	-22.00%
自由现金流/净债务	-5.62%	-19.95%	-48.46%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年末公司速动比率仍在1.0以上，表现较好；2022年，本期债券募集资金到位，公司调整债务期限结构，短期债务规模有所下降，期末现金短期债务比有所提升。公司直接融资和间接融资渠道较为通畅，具备一定的再融资能力。公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金。截至2023年3月末，公司合计获得银行授信额度36.43亿元，已使用额度15.98亿元，剩余可用额度20.45亿元。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司面临一定的安全生产及环保风险

环境因素

公司作为铝合金型材的生产制造企业，生产制造过程中主要涉及熔炼、铸造、挤压、深加工等高温、高压的生产工艺，以及熔炼炉、挤压机、数控机床等危险性相对较高的生产设备。员工操作过程中可能会存在安全生产方面的风险隐患。根据《应急管理部办公厅关于广东精美特种型材有限公司“4·3”较大爆炸事故的通报》（应急厅函〔2022〕106号），2022年4月3日，全资子公司精美特材熔铸车间9号炉在生产过程中发生爆炸事故，造成5人死亡；精美特材没有按照安全生产专项整治三年行动工贸行业中的“铝七条”要求对设备存在的隐患进行排查整改，相关传感器等安全设备的缺失造成无法自动检测铝水泄露，也无法及时切断铝水并导流至应急坑。精美特材安全培训流于形式，企业负责人、技术负责人等管理层和一线员工对“铝七条”一问三不知，作业现场安全风险管控措施不到位。在铝棒制作过程中，高温铝液一旦发生泄漏，与冷却水接触不当，就会发生爆炸，这是深井铸造过程中的高风险点，公司存在一定的安全生产风险。

根据公司2022年报，子公司精美特材熔铸车间安全事故发生后，公司立即启动了紧急预案，积极配合主管政府部门进行事故调查和善后处理。公司组织各厂区和分、子公司对照国家标准、安全管理制度进行全面自查自纠，强化安全培训，增加安全投入，聘请专家与第三方机构评估及优化安全体系，购买设备，引进管理团队等措施，进行全面整改，进一步加强安全生产管理，杜绝类似事故的再次发生。

经第三方安全评估机构和专家组出具安全评价报告以及政府各职能监管部门现场检查，精美特材熔铸车间A于7月下旬开始复工复产，截至2022年末，精美特材生产经营已经恢复正常。

豪美新材及其子公司精美特材、贝克洛、科建装饰在生产过程中会产生废水、废气、噪声、固体废物等污染物，且建筑铝型材等产品涉及表面处理，生产工艺的环保要求较高。虽公司继续投入环保支出，但仍面临一定的环保风险。

社会因素

根据公司出具的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，截至2023年5月11日，公司暂未收到安全事故的相关处罚通知，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》和有关法律法规等规定，制定了公司章程，建立了包括董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2023年3月末，公司组织架构图如附录三所示。

6名非独立董事会成员中，公司实际控制人及其亲属占有四个董事会席位，其他两名董事在公司的

平均任职时间在14年以上。2022年9月，因公司董事会、监事会完成换届选举及聘任新一届高级管理人员，董监高成员变动较大，具体如下表所示。2023年2月，公司董事会秘书罗文谦离职，目前由公司董事长兼总经理代董事会秘书一职。

表14 公司 2022 年 9 月董监高变更情况

项目	变更后		变更前	
	姓名	职位	姓名	职位
董事会	董卫峰	董事长、董事	董卫峰	董事长、董事
	李雪琴	副董事长、董事	李雪琴	副董事长、董事
	董颖瑶	董事	项胜前	董事
	曹娜	董事	梁志康	董事
	董卓轩	董事	董颖瑶	董事
	郭慧	董事		
	卫建国	独立董事	卫建国	独立董事
	郑德理	独立董事	郑德理	独立董事
	黄继武	独立董事	黄继武	独立董事
	监事会	许源灶	监事会主席、监事	郭慧
毕敏瑜		监事	梁杏梅	监事会主席、监事
崔杏妙		职工监事	梁信青	监事
高级管理人员	董卫峰	总经理	董卫峰	总经理
	陈涛	副总经理	陈涛	副总经理
	白雪	副总经理	项胜前	副总经理
	李志华	副总经理	刘光芒	董事会秘书
	周春荣	副总经理	许忠民	财务总监
	王兰兰	财务总监	沈伟四	副总经理
	罗文谦	董事会秘书	舒鸿渐	副总经理

资料来源：公司公告

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司本部（2023年5月2日）、精美特材（2023年5月3日）、贝克洛（2023年5月2日）和科建装饰（2023年5月2日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从截至2023年5月10日，中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司处于铝型材行业第一梯队，建筑铝型材、汽车铝型材等主要产品具备较强竞争力。2022年铝型材规模仍位于行业前列，下游客户仍较为稳定，凌云股份和中集集团仍为公司前五大客户，产品应用领域较为多元，建筑、工业和汽车三大下游有助于公司平抑行业周期波动风险；其中公司建筑铝型材在广东省内仍有一席之地，工业铝型材经营稳定，汽车铝型材具有一定的技术实力和储备项目，得益于国内新能源汽车产销量的大幅增长及前期定点汽车材项目逐步进入量产期，2022年汽车铝型材销售收入翻倍增长。此外，公司直接融资和间接融资渠道较为通畅，具备一定的再融资能力。公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金，截至2023年3月末，公司已获得多家国有银行及股份制银行的授信，备用流动性尚可。

但中证鹏元关注到，安全事故对公司经营财务造成较大冲击。受房地产市场需求下行、安全事故等因素影响，2022年净利润大幅亏损1.12亿元，主要包括外协加工量大幅增加、消化高价原材料等因素导致营业毛利减少1.20亿元，资产减值损失计提0.49亿元，事故支出0.36亿元，目前来看，公司安全事故风险影响已基本出清。同时，公司营运资金压力和应收款项回收风险有所加大。因上下游账期错配，公司承担账期压力，经营活动现金流连续两年合计净流出4.51亿元；应收款项账面价值较大且半数以上的铝型材为门窗幕墙及汽车零部件材料，近年建筑铝型材下游终端客户地产商资金紧张且已逐步传导至上游供应商，大部分新能源车企仍处于亏损状态，公司应收账款面临一定的回收风险。其次，需持续关注铝价大幅波动对公司现金流和盈利能力的影响。若铝价持续上涨，将加大公司营运资金压力，若铝价持续下行，则生产备料成为高价库存，侵蚀毛利润。再次，公司总债务继续增加，杠杆水平进一步上升，短期债务规模仍较大，现金类资产对短期债务覆盖程度较低，面临较大的债务滚存压力。最后，公司存在一定的安全生产风险。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“豪美转债”的信用等级为AA-。

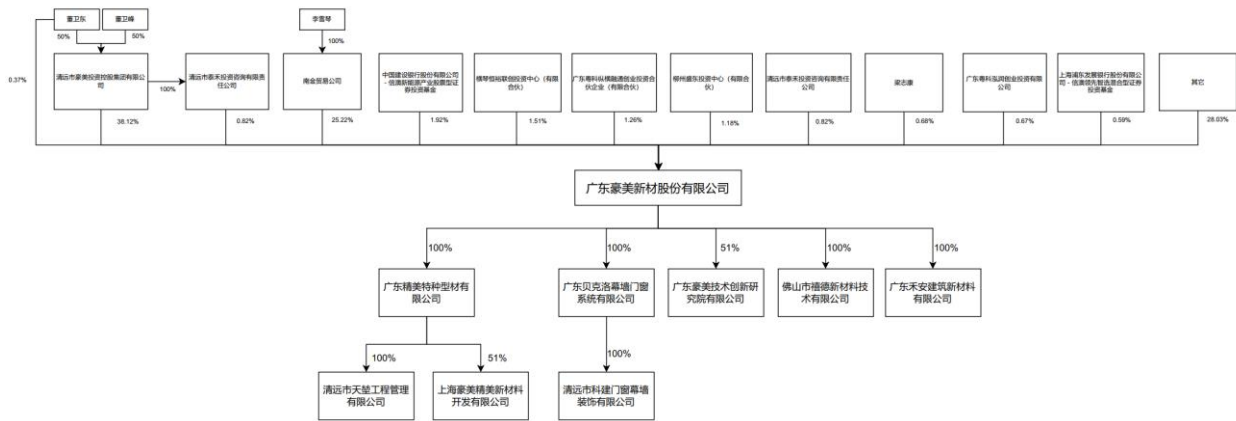
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.61	4.62	4.20	7.89
应收账款	14.98	13.82	13.24	8.64
存货	6.50	7.56	6.37	4.62
应收票据	2.37	3.12	4.68	1.55
流动资产合计	32.64	33.06	32.26	24.67
固定资产	15.15	14.77	14.63	10.17
无形资产	2.97	2.96	2.60	2.62
非流动资产合计	20.14	19.70	18.07	15.46
资产总计	52.78	52.75	50.33	40.14
短期借款	13.18	13.45	17.06	12.06
应付账款	2.97	2.59	2.44	3.16
应付票据	1.30	0.60	2.84	0.00
流动负债合计	19.75	20.17	26.24	17.03
长期借款	1.96	1.90	0.34	0.44
应付债券	7.48	7.36	0.00	0.00
非流动负债合计	10.95	10.70	1.82	1.89
负债合计	30.70	30.87	28.06	18.92
总债务	26.19	26.50	22.76	13.15
所有者权益	22.08	21.88	22.27	21.21
营业收入	13.09	54.13	56.00	34.37
营业利润	0.24	-0.89	1.38	1.17
净利润	0.21	-1.12	1.38	1.16
经营活动产生的现金流量净额	-0.65	-1.18	-3.33	0.20
投资活动产生的现金流量净额	-1.00	-2.71	-3.96	-4.37
筹资活动产生的现金流量净额	-0.29	4.70	2.98	8.39
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.48	2.32	3.46	2.53
FFO(亿元)	--	0.60	2.22	1.63
净债务(亿元)	18.75	19.27	15.13	4.68
销售毛利率	10.51%	10.21%	12.02%	14.83%
EBITDA 利润率	--	4.29%	6.18%	7.36%
总资产回报率	--	-0.33%	4.61%	5.04%
资产负债率	58.17%	58.53%	55.75%	47.14%
净债务/EBITDA	--	8.30	4.37	1.85
EBITDA 利息保障倍数	--	1.90	4.85	5.06
总债务/总资本	55.64%	56.18%	50.54%	38.27%

FFO/净债务	--	3.11%	14.69%	34.90%
速动比率	1.32	1.26	0.99	1.18
现金短期债务比	0.51	0.55	0.41	0.74

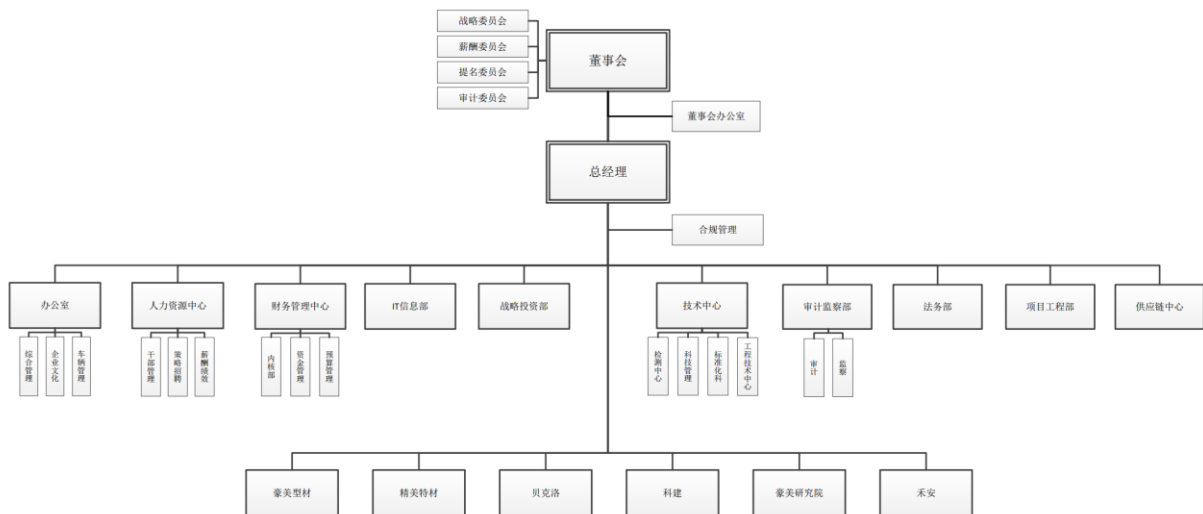
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。