



2022年重庆顺博铝合金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

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年重庆顺博铝合金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	首次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
顺博转债	AA-	AA-

评级观点

- 该评级结果是考虑到：重庆顺博铝合金股份有限公司（以下简称“顺博合金”或“公司”，股票代码：002996.SZ）处于再生铝行业第一梯队，近年产能持续扩张，具有一定的规模优势，生产基地分布在再生铝主要消费区域及原材料集散区域，有利于拓展销售市场、抵消不同销售区域、不同行业的波动风险；同时中证鹏元也关注到，应收款项回收风险加大、铝价波动对公司现金流及盈利能力带来的影响，产能扩张下的产能消化风险及资金压力、补贴政策变动对公司盈利能力的影响和债务滚存压力等风险因素。

评级日期

2023年5月19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	66.09	58.99	50.14	30.35
归母所有者权益	25.64	24.56	21.89	18.80
总债务	--	29.88	21.12	6.90
营业收入	23.33	110.66	99.85	48.69
其他收益	0.62	2.05	1.53	0.29
净利润	0.49	2.07	3.86	2.21
经营活动现金流净额	5.81	3.44	-9.69	-2.07
净债务/EBITDA	--	4.30	2.34	0.80
EBITDA 利息保障倍数	--	6.82	14.57	17.52
总债务/总资本	--	54.40%	47.47%	25.33%
FFO/净债务	--	-6.61%	13.80%	83.76%
EBITDA 利润率	--	3.95%	6.43%	7.27%
总资产回报率	--	5.66%	12.01%	10.54%
速动比率	1.51	1.66	1.25	1.92
现金短期债务比	--	0.73	0.43	0.81
销售毛利率	2.84%	2.75%	5.59%	7.69%
资产负债率	59.59%	55.75%	53.40%	32.96%

注：2022年 FFO 为负

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

- **公司为再生铝行业头部企业之一，产能持续扩张，具有一定规模优势。**公司再生铝产量位于行业前列，连续多年在西南地区市场占有率第一，2022 年末有效产能扩张至 71.48 万吨/年，2022 年以产量计的市场份额在 6% 以上，产品交付能力不断强化。
- **生产基地布局多元化，有助于分散经营风险。**基于相对经济的采购、销售半径及地方政府扶持政策等因素考量，截至 2023 年 3 月末，公司在重庆、广东清远、湖北襄阳和安徽马鞍山布局四大生产基地，生产基地聚焦再生铝主要消费区域及原材料集散区域，有利于拓展销售市场、对冲不同销售区域、不同行业的波动风险。

关注

- **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 23.64 亿元，占总资产的 40.07%，规模较大，且公司半数以上的再生铝产品为汽车零部件原料，近年传统燃油车企运行压力加大、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。
- **铝价波动对公司现金流及盈利能力的影响。**公司具有典型的“料重工轻”特点，废铝为主要原材料，而废铝与铝价存在一定的联动性，铝作为大宗商品，价格波动风险较大，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。2022 年 4 月以来铝价持续下行，叠加市场需求不振，2022 年公司净利润下降四成以上至 2.07 亿元，2023 年 1 季度净利润同比下降六成以上至 0.49 亿元。
- **近年公司处于产能扩张阶段，面临一定的产能消化风险及资金压力。**近年公司持续推进铸造及变形铝合金原料、铝灰和铝加工项目，考虑到行业新增产能近千万吨，市场需求或难以匹配产能增速，且行业竞争激烈，基于防范产能扩张风险，公司已于 2023 年 1 月关停江苏溧阳基地，未来需持续关注公司产能消化情况。公司拟建项目自筹的固定资产投资需求较大，此外，因上下游账期错配，公司承担账期压力，业务扩张将加大公司营运资金压力。
- **补贴政策变动对公司盈利能力的影响。**2021 年以来公司收到的政府补助规模大幅增加，2021-2022 年及 2023 年 1-3 月收到的政府补助是同期利润总额的 34.89%、83.77% 和 110.79%，公司盈利对政府补助的依赖较大。
- **总债务继续增加，面临较大的债务滚存压力。**2022 年末公司总债务继续增加，2023 年 3 月末资产负债率继续上升至 59.59%，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。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司为再生铝行业头部企业之一，生产基地聚焦再生铝主要消费区域及原材料集散区域，有助于分散经营风险，且未来随着新增产能的陆续释放，产品交付能力进一步提升，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	硕博合金	立中集团	怡球资源	永茂泰
总资产	58.99	169.45	56.38	33.54
营业收入	110.66	213.71	76.60	35.34
净利润	2.07	5.01	3.81	0.94
资产负债率	55.75%	64.93%	25.01%	38.20%
再生铝锭/液销量-2022 年	53.04	81.96	24.84	16.86
再生铝锭/液销量-2021 年	51.10	83.08	28.96	16.87

再生铝锭/液毛利率-2022年	2.16%	5.00%	9.39%	7.25%
再生铝锭/液毛利率-2021年	5.21%	5.79%	18.84%	12.37%

注：（1）财务数据口径为2022年。

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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
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-/稳定	AA-/顺博转债	2022-4-11	何佳欢、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
顺博转债	8.30	8.30	2022-4-11	2028-8-12

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8月发行6年期8.3亿元可转换债券，募集资金原计划用于顺博合金新材料产业基地项目(一期)40万吨再生铝项目及补充流动资金。截至2022年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额合计4.22亿元。

三、发行主体概况

2022年及2023年1-3月，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变动，公司实际控制人仍为杜福昌、王真见、王增潮、王启，截至2022年末，合计持有公司股权61.88%且均未质押，实际控制人中的王增潮、王真见及王启三人为兄弟关系，杜福昌系王增潮、王真见和王启的姐夫，具体股权结构图见附录二。

公司计划向特定对象发行A股股票募集资金15亿元用于铝加工业务和补充流动资金，该定增方案已于2023年4月通过股东大会审议并获得深圳证券交易所受理。

2022年，公司主要围绕重庆本部、安徽马鞍山和湖北襄阳基地新设子公司，2022年新增8家子公司，未减少子公司，具体如下表所示。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
老河口市顺博再生资源回收有限公司	100%	200	再生资源回收	新设
重庆缙嘉嘉商贸有限公司	100%	1,500	有色金属贸易	新设
安徽顺博交通运输有限公司	100%	500	货物运输	新设
安徽望博再生资源回收有限责任公司	100%	3,000	再生资源回收	新设
安徽望博新材料有限公司	100%	3,000	有色金属制造	新设
重庆顺博粮油有限责任公司	100%	2,000	批发零售	新设
重庆顺博装配式墙板有限公司	100%	300	建筑材料制造	新设
安徽渝博铝材有限公司	100%	500	有色金属制造	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主营业务为循环经济领域的再生铝合金锭（液）系列产品的生产和销售，实行“以销定产、以产定采”的经营模式，通过保持较高的流动资产周转效率和较好的业务链过程控制来实现整体盈利。近年主要通过自建厂房扩大再生产，截至2022年末，公司拥有重庆本部、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍

山、江苏溧阳5个生产基地，由于安徽基地正处于投产初期，2022年暂未实现盈利。公司江苏溧阳基地于2023年1月关停，后续相关订单将主要由安徽基地和湖北基地承接。

表2 截至 2022 年末公司生产基地基本情况（单位：万元）

名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
重庆顺博铝合金股份有限公司	403,784.81	181,250.20	404,682.39	7,300.17
顺博铝合金湖北有限公司	126,994.67	47,596.62	280,287.62	4,942.79
广东顺博铝合金有限公司	123,269.75	45,993.65	248,607.18	4,124.19
顺博合金江苏有限公司	66,476.96	49,334.37	227,189.41	2,720.95
顺博合金安徽有限公司	50,691.03	23,017.81	12,863.85	-1,121.86

注：上表中的重庆顺博铝合金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

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

近年政策驱动再生铝行业快速发展，但产能扩张速度高于需求增速，行业竞争激烈，需关注行业产能消化风险，同时行业“料重工轻”，需关注废铝价格波动对业内企业现金流及利润的影响

再生铝是以铝材加工过程中产生的边角料（以下简称“新废铝”）或报废铝产品中回收的废铝（以下简称“旧废铝”）为原料进行预处理、熔化、合金化、精炼、铸锭等工艺生成的铝合金。再生铝的传统下游领域分布在汽车、摩托车、机械设备、通信电子、电子电器及五金灯具等行业中，光伏组件、新能源、铝制家具、铝制设施等领域消费需求发展迅速。汽车为再生铝最大的应用领域，据安泰科统计，汽车行业占到再生铝消费量60%以上。

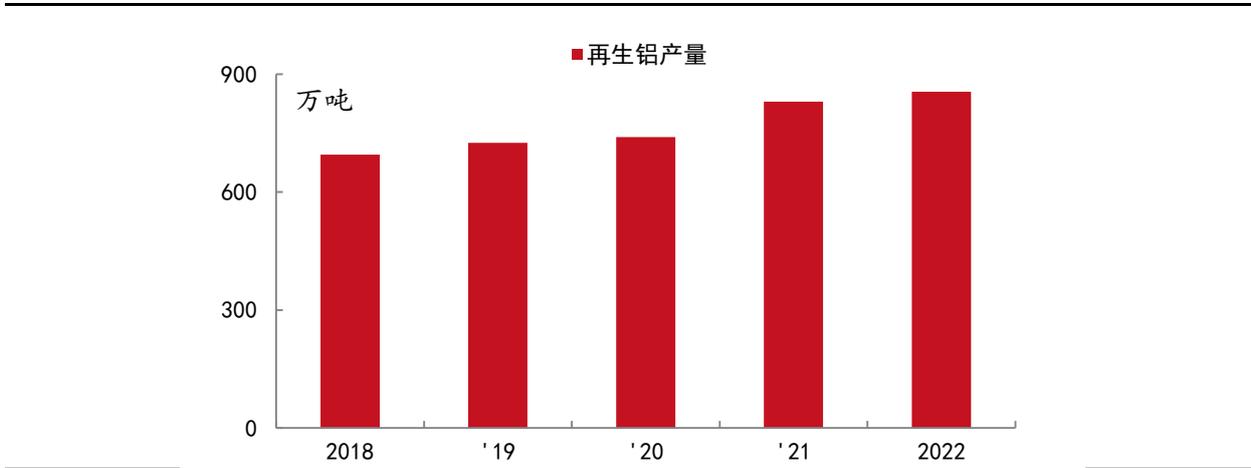
受宏观经济因素、高温限电、出口下滑等因素影响，2022年再生铝整体市场需求不振，但不改长期向好趋势。长期来看，新能源和光伏等新兴领域为再生铝提供较强的需求支撑。“双碳”背景下，新能源汽车渗透率有望继续提升，且新能源汽车由于续航问题对汽车轻量化要求更高，单位汽车用铝量明显提升，带动汽车用铝需求提升。2019年国内单车用铝量仅为120千克~140千克，与欧美国家的190千克仍存在较大的差距。根据国际铝业协会预测，到2030年，全球单车用铝量将超过280千克，汽车用铝需求仍存在较大的提升空间。同时，铝合金支架材料凭借其安全性和高耐久性在我国的光伏发电系统中有着广泛的应用，近年我国光伏行业发展迅速，在“十四五”规划推动下，光伏发电装机量还有较大上升空间，产业规模将持续增长，这也将进一步带动铝合金需求扩张。

政策利好再生铝行业发展。得益于再生铝的低碳优势（再生铝的能耗仅为原铝能耗的百分之五），发展再生铝产业可助力铝产业绿色低碳发展，再生铝行业迎来了新的发展机遇。《2030年前碳达峰行动方案》要求加快再生有色金属产业发展，完善废弃有色金属资源回收、分选和加工网络，提高再生有色金属产量，为发展再生铝产业指明方向；根据《“十四五”循环经济发展规划》要求，2025年我国再生铝产量要达到1,150万吨，预计2020-2025年间国内再生铝产量年均复合增速将达到9.22%；政策给予再生铝行业增值税即征即退、企业所得税资源综合利用收入减按90%计入收入总额等税收优惠，有助于降低再生铝企业税收负担。其次，制定实施《铝行业规范条件》，引导资源要素向优势企业集聚，推动行业规范发展。再次，深入推进工业资源综合利用基地建设，目前江西丰城已形成废铝回收、拆解、分选、熔炼和精深加工的再生铝产业链条。最后，配合出台《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》，明确符合《再生铸造铝合金》的再生铝原料不属于固体废物，推动再生铝原料合法合规进口，可扩大废铝来源。

值得关注的是，为顺应行业发展趋势，行业内企业积极布局再生铝产能，使得近年再生铝产能扩张速度明显超过需求增速，未来需关注再生铝行业的产能消化风险。根据公开数据，2020-2022年新增再

生铝产能近千万吨，是当前现有产能一倍左右。

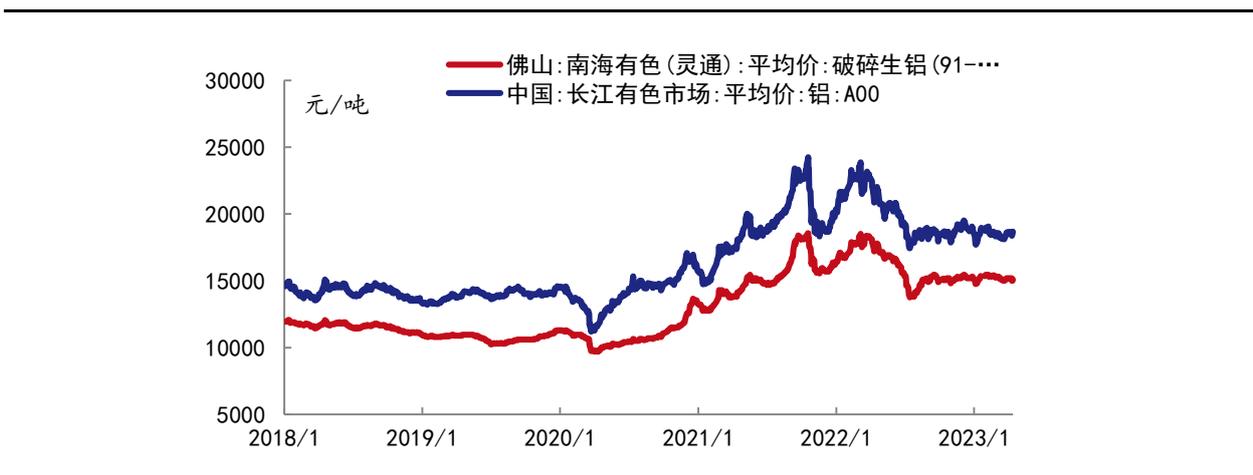
图1 2022年再生铝产量增速放缓



资料来源：公开数据，中证鹏元整理

需关注废铝价格波动对行业现金流及利润的影响。再生铝行业具有“料重工轻”特点，废铝等直接材料成本占比在90%以上，而上游废铝行业为卖方市场，议价能力强，结算方式为先款后货，而下游客户则会要求一定账期，因此对再生铝企业营运资金造成较大的占用。一般而言，废铝价格与铝价存在一定的联动性，若铝价上涨，将加大再生铝企业营运资金压力，若铝价持续下行，由于废铝价格波动滞后于铝价，会压缩再生铝行业利润空间，2022年4月以来铝价整体持续下行，使得行业盈利能力明显下降。

图2 2022年4月以来废铝价格整体持续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国再生铝企业主要分布在工业发达且便于进口废旧金属的沿海地区，如环渤海、长三角、珠三角、川渝地区，以及具有产业基础和政策扶持的江西、河南等地。据不完全统计，全国在业/存续再生铝相关企业7,377家，其中广东在业/存续再生铝相关企业最多达959家，广西、山东排名第二和第三，在业/

存续再生铝相关企业分为有831家、668家。湖南、江苏、安徽、河南、河北、山西、湖北进入前十，依次排名第4-10名。

我国再生铝企业大部分规模较小，目前主要以民营和外资（合资）企业为主，市场化程度较高，市场集中度较低，行业竞争激烈。近年来，随着行业进一步规范，环保要求趋严，部分小企业逐渐被淘汰，我国再生铝企业及园区正逐渐规模化、集中化，形成了立中集团（300428.SZ）、顺博合金（002996.SZ）、华劲集团（未上市）、帅翼驰集团（未上市）、怡球资源（601388.SH）、新格集团（未上市）、永茂泰（605208.SH）等几个集团化企业。目前再生铝行业集中度不高，2020年CR5分别为立中集团、顺博合金、华劲集团、帅翼驰集团（未上市）和怡球资源，集中度在25%左右。

五、经营与竞争

公司处于再生铝行业第一梯队，生产基地布局多元化、选址较优，一方面生产基地聚焦国内再生铝主要消费区域及原材料集散区域，有助于保障生产连续性、供应及时性，另一方面部分生产基地可享受政策扶持优势；公司近年产能不断扩张，规模优势和产品交付能力持续提升，但市场需求不振及原材料价格持续下行导致2022年业绩明显下滑，考虑到行业内产能扩张速度快于需求增速及产能扩张对资金需求增加，需关注公司未来产能消化风险及资金压力

公司主营业务为再生铝合金原料的生产和销售，主要用于生产汽车、摩托车、机械设备、通信设备、电子电器、五金灯具等行业中的铝合金铸造件和压铸件，2022年销量小幅增加推动同期营业收入微涨。一方面，因市场整体需求不振，公司适当让利下游客户，另一方面2022年4月以来铝价持续下行，公司原材料库存价格偏高，综合影响下2022年毛利率大幅下降近3个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
铝合金锭	1,030,799.82	2.16%	93.15%	967,157.42	5.21%	96.86%
铝合金锭受托加工费	2,987.97	1.45%	0.27%	3,456.72	-0.08%	0.35%
延压铝材	53,068.14	3.51%	4.80%	6,372.45	-5.34%	0.64%
其他业务收入	19,774.90	32.04%	1.79%	21,489.02	26.77%	2.15%
合计	1,106,630.82	2.75%	100.00%	998,475.61	5.59%	100.00%

注：其他业务收入包括按净额法确认的贸易业务及废铁废铜等物资回收处置收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产基地布局多元化、选址较优。一方面是生产基地聚焦国内再生铝主要消费区域及原材料集散区域。再生铝行业的原材料采购、产品销售、售后服务等环节均存在一个相对经济的地理半径，一般而言，500-700公里内是相对合理的采购半径，综合考量采购、销售半径和税收政策等因素，公司生产基地逐步由重庆地区往东部区域拓展，2022年公司安徽生产基地一期40万吨铸造再生铝产能装置中8.1

万吨产能装置投入试运行，同时为降低综合运营成本，于2023年1月关停江苏基地，截至2023年3月末，公司在重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山拥有4大生产基地。具体而言，重庆和安徽马鞍山基地位于工业较发达地区、广东清远基地位于工业发达地区且便于进口废旧金属的沿海地区，有助于获取足够的、较为经济的原材料，可覆盖西南、华东、华南等再生铝主要消费市场。另一方面，部分生产基地可享受政策扶持优势，如2020年开始投产的湖北襄阳基地具有地方留存经营性税收、土地出让金返还及资源综合利用退税等政策扶持优势，2021-2022年政府补贴分别是其利润总额的3.44倍和2.60倍。

公司为再生铝行业头部企业之一，近年不断扩张产能，规模优势和产品交付能力持续提升，考虑到行业内产能扩张速度快于需求增速及产能扩张下的资金需求增加，需关注公司未来产能消化风险及资金压力

公司多年来一直深耕再生铝行业，2021年公司收购重庆奥博铝材制造有限公司（以下简称为“奥博铝材”），在原有单一的铸造铝合金原料供应的基础上，新增变形铝合金原料供应，同时同步推进铝灰危废处置项目和铝加工项目。公司拥有与生产经营有关的多项专利和非专利技术，在原材料合理选配、预处理、合理提高铝回收利用率、降低能耗、余热可持续利用等方面拥有一定的技术储备和技术优势，是《再生铸造铝合金原料》（GB/T 38472-2019）的起草单位之一。

公司生产模式为以销定产，产品为ADC12和A380等各种牌号的铝合金锭，生产周期较短，一般日内可完成生产。

公司产品交付能力较强，处于再生铝行业第一梯队，规模居于行业前列，连续多年在西南地区市场占有率第一，2022年以产量计的市场份额微增至6.74%。2022年公司仍处于产能扩张阶段，得益于湖北基地铸造再生铝产能装置建设完成、重庆和广东基地设备改造，2022年公司产量提升4.12%至57.59万吨。由于湖北和安徽基地产能正处于爬坡阶段，产能利用率小幅下滑。

表4 公司生产基地布局情况（单位：万吨/年）

指标名称	2022年	2021年
设计产能	125.00	85.00
有效产能	71.48	63.94
其中：重庆顺博	28.58	27.59
广东顺博	13.43	11.53
江苏顺博	12.08	15.21
湖北顺博	16.42	9.62
安徽基地	0.97	-
产量	57.59	55.31
产能利用率	80.56%	86.50%

注：（1）上表中的产量仅指公司自产自销部分；（2）公司的有效产能按生产装置的实际运行时间计算。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司持续推进铸造铝合金原料、变形铝合金原料、铝灰项目和铝加工项目，本期债券募投项目

后续固定资产资金需求基本来源于募集资金，其他主要在建项目固定资产资金需求不大，但主要拟建项目尚需固定资产投资规模较大，且若定增进展不达预期，资本开支压力将进一步加大。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。考虑到行业内再生铝新增产能较大，据公开数据的不完全统计，2020-2022年新增产能近千万吨，市场需求或难以匹配产能增速，且行业竞争激烈，基于降低综合运营成本等因素考虑，公司已于2023年1月关停江苏溧阳基地，未来需关注公司新建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5 截至 2022 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	计划总投资	计划固定资产投资	固定资产已投资	预计工期	资金来源
资源综合利用项目一期 40 万吨	新增 40 万吨铸造用再生铝合金	186,891.40	66,891.40	22,301.00	2023/12/31	可转债 6.2 亿元+自筹
湖北顺博废铝资源综合利用项目	20 万吨再生铝合金锭项目	67,469.22	21,010.40	20,842.82	2022/12/31	主要为 IPO 募集资金
铝灰资源综合利用项目-重庆	年产 60 万立方新型环保装配式建筑材料生产线	50,000.00	9,500.00	2,224.00	2022/12/31	自筹+股东投入
湖北顺博年产 15 万吨铝棒项目	建设年产 15 万吨铝棒生产线	39,000.00	8,675.00	5,611.89	2023/12/31	自筹
铝灰资源综合利用项目-湖北	年综合利用 6 万吨铝灰	15,000.00	11,200.00	0.00	2023/12/31	自筹+股东投入
安徽马鞍山新材料产业基地 63 万吨低碳环保型铝合金扁锭项目	63 万吨铝合金扁锭	78,234.00	65,931.00	0.00	待定	定增资金 2 亿+自筹
安徽马鞍山新材料产业基地 50 万吨绿色循环高性能铝板带项目	50 万吨铝板带	289,244.00	268,103.00	0.00	待定	定增资金 10 亿+自筹
合计	-	725,838.62	451,310.80	50,979.71	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售网络覆盖再生铝主要消费市场，有助于分散地区经营风险，提高供货及时性；公司盈利能力处于行业内偏低水平，因2022年市场需求不振及原材料铝价下行，公司单位毛利大幅下降，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

公司的铝合金锭销售以直销方式为主，近年来直销销售收入占比均在90%以上。作为铸造铝合金产业链上的原材料供应商，公司客户主要为各类压铸配套企业，客户稳定性较好且集中度一般，2021-2022年，重庆渝江压铸有限公司及其同一控制下的关联方、重庆顺博贸易有限公司、重庆市璧山区瑞通精密压铸有限公司和旭升集团（603305.SH）子公司宁波旭升汽车零部件有限公司均为公司前五大客户，前五大客户集中度分别为19.33%和19.96%。公司产品通过下游客户加工之后进入了长安汽车（000625.SZ）和比亚迪等汽车制造商。

公司再生铝产品包括ADC12、A380等，其中ADC12是应用最广泛的再生铝产品，基本使用废铝生产，主要应用在汽车的气缸盖罩盖、传感器支架、缸体类等非关键汽车零部件，物理性能要求不高，议价能力一般，2021-2022年来自汽车行业的销售占比分别为48.45%和52.64%，低于行业60%以上的平均水平；A380易于铸模，热传导好，便于机械加工，应用领域包括电机设备的底盘、引擎支架、变速箱、家具、发电机和手工工具等，2021-2022年来自机械设备行业的销售占比分别为14.45%和13.11%。

2022年市场需求不振及铝价整体下行侵蚀公司毛利润。2022年公司销量不及预期，自产自销量仅小幅增长8.49%，同时适当让利下游客户。公司多采用铝锭价格+固定加工费的定价方式，成品和原材料的价格波动存在时间差，存货周转周期近30天左右，而2022年4月以来铝价整体持续下行，使得生产备料成为高价库存，侵蚀毛利润，综合影响下，2022年单位毛利大幅下滑至434.80元/吨，盈利能力在可比上市公司中处于较低水平。

表6 公司铝合金锭生产情况（单位：吨、元/吨）

指标名称	2022年	2021年
销量	635,801.68	598,325.10
其中：自产自销	554,398.40	511,031.98
受托加工	40,781.22	34,826.24
外购铝锭	40,622.06	52,466.89
产销率	92.92%	98.69%
单位售价	19,550.34	19,050.27
单位成本	19,115.54	18,070.91
单位毛利	434.80	979.36

注：（1）上表中的产量含公司对外采购检验合格后直接对外销售的产品数量；（2）公司产能利用率=自产产量/有效产能；（3）产销率=（自产自销+受托加工）/产量；（4）单位售价=铝合金业务收入/自产自销量、单位成本=铝合金业务成本/自产自销量；（5）上表中的销量由铸造铝合金和变形铝合金产品构成。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

得益于较为多元化的生产基地，公司销售市场分布较为多元，覆盖了再生铝主要消费市场，但存在一定的跨区域长距离销售情况。2022年华东地区仍为公司第一大区域市场，主要得益于江苏溧阳基地规模较大及湖北襄阳产能大规模释放后跨区域销售至华东市场。考虑到公司目前重点打造安徽生产基地及下游市场需求较为旺盛，未来华东地区将继续为公司第一大收入来源地。

公司再生铝业务盈利能力在同行上市公司中处于偏低水平，主要原因是公司产业链较短，溢价能力不强。

表7 部分上市公司再生铝业务对比情况（单位：万吨）

企业	生产基地	销量		毛利率		
		2022年	2021年	2022年	2021年	2020年

立中集团	天津、河北保定、吉林长春、河北秦皇岛、山东烟台、山东滨州、广东广州、广东清远、广东英德、湖北武汉、江苏扬中扬州等	81.96	83.08	5.00%	5.79%	5.57%
顺博合金	重庆、湖北襄阳、江苏溧阳、安徽马鞍山、广东清远	63.58	59.83	2.16%	5.21%	6.65%
怡球资源	江苏太仓、马来西亚	24.84	28.96	9.39%	18.84%	19.11%
永茂泰	安徽广德、上海、四川成都、重庆江北	16.87	16.87	7.25%	12.37%	12.33%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司主要原材料处于卖方市场，产品“料重工轻”，对供应商不存在重大依赖，需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响

公司采购模式为“以产定采”，根据生产计划及现有原材料情况，合理制定当期采购计划，确保各主要原材料满足最低安全库存的要求，同时结合原材料价格波动情况形成一定规模的原材料储备。

公司产品“料重工轻”，需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响。2022年公司原材料成本在生产成本中的占比仍在95%以上，采购的原材料主要为新旧废铝和A00铝锭（原铝），少量为硅和铜，其中硅主要用于满足硬度要求，铜主要用于满足合金成分要求。废铝、原铝等原材料均处于卖方市场，议价能力强，铝结算方式基本为先款后货，涨价将加大公司营运资金压力，跌价则会导致备料成为高价库存，侵蚀公司单位产品的毛利润。

公司采购集中度一般且逐年下降。2022年公司前五大供应商采购占比下降10.79个百分点至20.77%，主要系随着子公司湖北顺博业务规模扩大直接面向个人/个体经营者收购废铝的规模扩大所致。此外，废铝多来源于集散市场，公司对供应商不存在重大依赖。

表8 公司原材料采购情况

原材料	项目	2022年	2021年
废铝	采购数量（万吨）	50.61	40.62
	单价（元/吨）	14,810.66	14,088.75
	金额（亿元）	74.95	57.23
A00 铝锭	采购数量（万吨）	5.58	5.66
	单价（元/吨）	17,603.66	16,620.58
	金额（亿元）	9.82	9.41
硅	采购数量（万吨）	3.68	2.90
	单价（元/吨）	16,219.34	16,254.45
	金额（亿元）	5.96	4.72

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年净营业周期有所上升，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，账期一般在60天左右，2022年应收账款周转天数小幅回升，高于怡球资源，与其他同行基本持平。原材料市场为卖方市场，采购结算方式多为先款后货，且公司原材料多来源于面向废品回收站的旧废铝，对现金支付要求更高，应付账款周转天数低于同行，2022年小幅下降。公司再生铝具有低盈利性，公司加速存货周转，存货周转天数明显低于同行上市公司。综合上

述因素，公司净营业周期在可比上市公司中处于较低水平，但由于承担垫资压力，整体现金循环周期较长，营运资金压力较大。

表9 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2022年				2021年			
	顺博合金	永茂泰	怡球资源	立中集团	顺博合金	永茂泰	怡球资源	立中集团
应收款项周转天数	73	74	35	61	63	64	34	61
存货周转天数	29	63	91	64	27	51	92	56
应付款项周转天数	10	20	13	20	11	19	11	20
净营业周期	86	113	112	102	73	92	114	94

注：标“-”表示数据暂未披露。

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众华会计师事务所（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1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年新增8家子公司对财务报表可比性无明显影响。

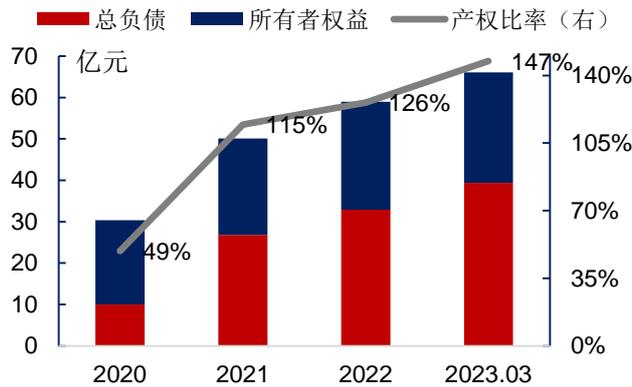
资本实力与资产质量

随着本期债券募集资金到位，2022年以来公司现金类资产规模明显增加，资产规模持续增长；公司资产以原材料储备、销售形成的未收现销售款、厂房设备为主，符合“料重工轻”特征，但应收款项回收风险加大，整体资产质量一般

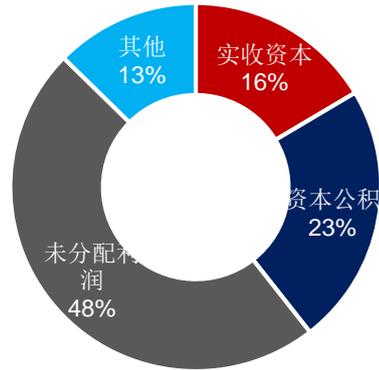
公司净资产主要由原始股东投入、IPO募集资金和自身经营积累构成，2022年净资产有所增加主要系本期债券权益成分拆分至其他权益工具和经营积累所致。受本期债券募集资金到位影响，2022年末总负债和总资产继续明显增加。受此影响，公司产权比率继续小幅上升，所有者权益不能完全覆盖总负债。

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

公司深耕再生铝行业，成立以来主要通过新建厂房、购置生产设备实现生产、销售和回款并逐步扩大再生产，叠加再生铝产品“料重工轻”，公司资产以经营性资产（应收账款、预付账款、存货）为主，生产性资产（固定资产和在建工程）为辅，2022年末上述资产合计占总资产的比重为67.48%。

2022年因可转债募集资金到位及自身经营积累，公司沉淀了一定的现金类资产，带动流动资产规模继续增加。公司应收票据及应收账款主要为再生铝业务销售回款，2022年末账面价值基本稳定，应收账款规模较大且半数以上的再生铝产品为汽车零部件原料，近年新能源车加速渗透，传统燃油车企运行压力加大，另一方面，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，若下游终端客户出现资金周转困难，将给公司应收账款带来回收风险。公司预付账款主要为预付的废铝原材料采购款和铝水、钢材、煤炭等贸易采购款，由于江苏基地业务调整，进口废铝规模下降，2022年末账面价值有所下降。存货主要由原材料（主要为废铝、A00铝锭、铝水等铝材料）、库存商品和在途物资构成，安徽基地投产的备料需求增加，推动2022年末存货账面价值上升。2022年公司产能仍在扩张阶段，湖北襄阳和安徽马鞍山基地生产线逐步投产，推动固定资产和在建工程账面价值增长。

2022年末公司受限的货币资金、固定资产、无形资产等资产合计8.59亿元，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14.55%。

表10 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	11.68	17.68%	7.59	12.86%	4.10	8.18%
应收账款	17.16	25.97%	20.48	34.72%	20.61	41.11%
存货	9.61	14.53%	9.00	15.25%	8.35	16.66%
应收票据	2.26	3.42%	3.16	5.35%	3.74	7.46%
预付款项	5.00	7.56%	1.83	3.10%	2.50	4.98%
其他流动资产	3.99	6.03%	3.56	6.03%	0.43	0.87%
流动资产合计	53.44	80.85%	46.19	78.29%	40.74	81.26%

固定资产	7.32	11.07%	6.62	11.22%	6.51	12.99%
在建工程	1.95	2.96%	1.88	3.19%	0.16	0.31%
非流动资产合计	12.66	19.15%	12.80	21.71%	9.40	18.74%
资产总计	66.09	100.00%	58.99	100.00%	50.14	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

2022年受市场需求不振及铝价持续下行等影响，盈利大幅下滑，未来盈利能力存在一定波动，且盈利能力对政府补助依赖较大

公司营业收入主要来自再生铝业务，2022年在销量推动下营收规模微涨。2022年受市场整体需求不振及铝价持续下行影响，净利润大幅下降46.39%至2.07亿元，导致EBITDA利润率和总资产回报率均明显下降，未来需持续关注市场需求恢复情况及铝价波动对公司盈利能力的影响。此外，2021-2022年及2023年1-3月收到的政府补助是同期利润总额的34.89%、83.77%和110.79%，公司盈利对政府补助的依赖较大。

公司期间费用控制能力较好，2021-2022年期间费用率控制在2%以下。

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转为净流出，主营业务现金生成能力明显弱化，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、长期借款和应付债券等构成，因本期债券募集资金到位，2022年末公司总债务大幅增长。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年末银行贷款利率在2.80%-3.85%之间，融资成本尚可。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34.10个百分点至65.38%。

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10天左右，对供应商占款能力较弱。

表11 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	20.55	52.17%	16.24	49.39%	18.64	69.62%
应付账款	2.17	5.52%	2.13	6.47%	3.70	13.81%
应付票据	5.23	13.27%	2.44	7.41%	1.46	5.47%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.72	2.19%	0.68	2.53%
流动负债合计	29.01	73.65%	22.47	68.31%	26.01	97.13%
长期借款	2.35	5.97%	2.27	6.89%	0.10	0.37%
应付债券	7.12	18.08%	7.02	21.35%	0.00	0.00%
非流动负债合计	10.38	26.35%	10.42	31.69%	0.77	2.87%
负债合计	39.39	100.00%	32.89	100.00%	26.77	100.00%
总债务合计	-	-	29.88	90.85%	21.12	78.88%
其中：短期债务	-	-	19.53	59.39%	21.01	78.47%
长期债务	-	-	10.34	31.45%	0.11	0.41%

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年公司经营活动净现金流明显改善，主要原因是2022年回款增加，但受盈利能力下降影响，同期FFO转为净流出，主营业务现金生成能力明显弱化。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。近年公司产能持续扩张，仍具有较大的资本开支需求，因此自由现金流能更好反映公司的现金流状况。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

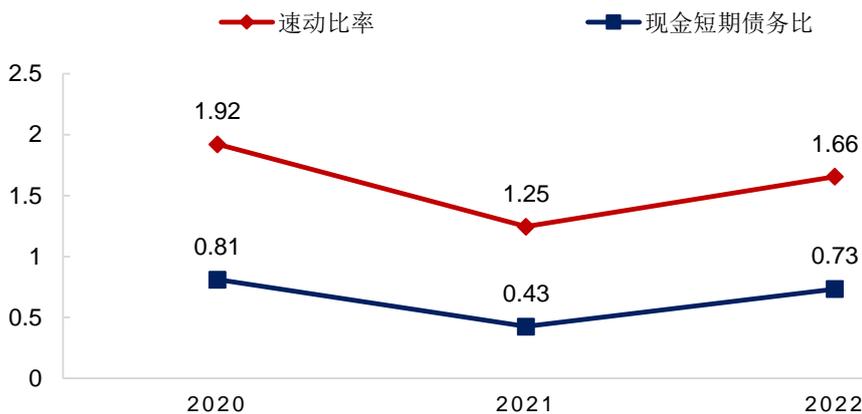
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	5.81	3.44	-9.69
FFO	--	-1.24	2.07
资产负债率	59.59%	55.75%	53.40%
净债务/EBITDA	--	4.30	2.34
EBITDA 利息保障倍数	--	6.82	14.57
总债务/总资本	--	54.40%	47.47%
FFO/净债务	--	-6.61%	13.80%
经营活动现金流/净债务	--	18.32%	-64.49%
自由现金流/净债务	--	-2.33%	-70.53%

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，现金类资产大幅增加，同时公司调整债务期限结构，短期债务规模有所下降，现金短期债务比明显提升。

但需要注意的是，2022年末公司可转债募集资金中限定用途的资金余额为4.19亿元，实际现金短期债务比低于0.72。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，公司计划向特定对象发行A股股票募集资金15亿元，该定增方案已于2023年4月通过股东大会审议。截至2023年3月末，公司合计获得银行授信额度37.94亿元，已使用额度23.54亿元，剩余可用额度14.40亿元。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，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

公司作为再生铝生产企业，熔炼环节存在一定的危险性，可能会发生烫伤事故。近年公司持续投入安全生产费用，2021-2022年公司实际安全生产费用列支分别为3,791万元和3,808万元。2022年11月24日，子公司江苏顺博因存在未采取措施消除事故隐患的行为，违反了《中华人民共和国安全生产法》之规定，被常州市应急管理局处以25,000元罚款，截至2023年3月7日，江苏顺博已在规定时间内履行了行政处罚决定，并按要求完成了整改。除此之外，公司未发生重大安全生产事故，但未来仍需关注安全事故可能对公司产生的负面影响。

在环保方面，再生铝生产过程会产生废水、废气、废渣和噪声，近年来公司重视环保设施投入及其日常运营费用，其中2021-2022年环保设施的日常运行费用分别为1,486.84万元和1,778.30万元。

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，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，同时，公司为典型的家族企业，主要下属子公司由实际控制人及其亲属负责日常经营管理，能够对各子公司进行有效的治理和控制。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2022年末，公司组织架构图如附录三所示。

非独立董事成员中，公司实际控制人占有三个董事会席位，实际控制人及其他非独立董事、高级管理人员具有较长的从业经验。2023年4月，公司董事兼董事会秘书王瑋离职，除此之外，2019年6月以来无其他非独立董事、高级管理人员离职，管理团队稳定性较高。

（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2月1日）、广东顺博（2023年4月19日）、江苏顺博（2023年4月25日）和湖北顺博（2023年4月20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2020年1月1日至报告查询日（2023年4月18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

公司处于再生铝行业第一梯队，再生铝产量位于行业前列，连续多年在西南地区市场占有率第一，具有一定的规模优势，基于相对经济的采购、销售半径及地方政府扶持政策等因素考量，截至2022年3月末，公司在重庆、广东清远、湖北襄阳和安徽马鞍山布局四大生产基地，近年产能规模不断增加，产品交付能力进一步提升，生产基地聚焦再生铝主要消费区域及原材料集散区域，有利于拓展销售市场、对冲不同销售区域、不同行业的波动风险。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，2023年，公司计划向特定对象发行A股股票募集资金15亿元；截至2022年末，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，公司应收款项回收风险有所加大。公司应收款项账面价值较大且半数以上的产品为汽车零部件原料，近年传统燃油车企运行压力加大，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。同时，需持续关注铝价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。2022年4月以来铝价持续下行，叠加市场需求不振，2022年公司净利润下降四成以上至2.07亿元。其次，公司正处于产能扩张期，但考虑到行业产能扩张明显高于需求增速，公司已于2023年1月关停江苏溧阳基地，未来需持续关注公司产能消化情况；产能扩张下对固定资产投资和营运资金需求大幅增加，需关注公司的资金压力。再次，2021年以来公司盈利对政府补助依赖较大，需关注补贴政策变动对公司盈利状况的影响。最后，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，面临较大的债务滚存压力。

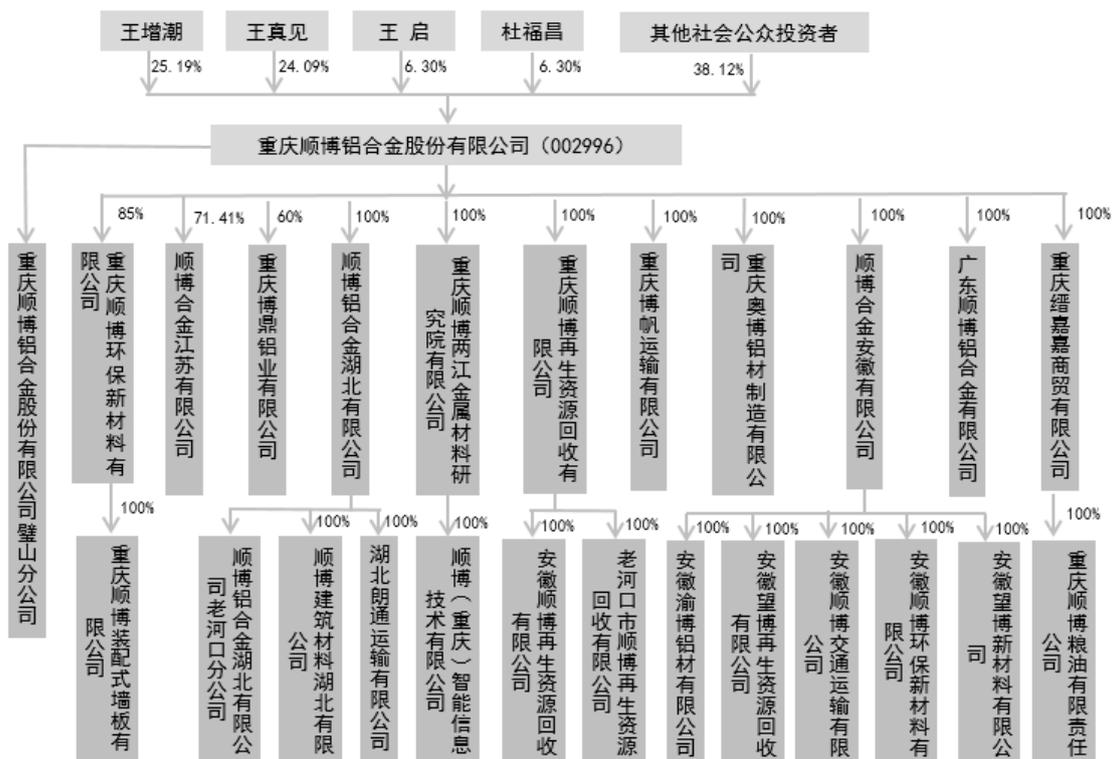
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“顺博转债”的信用等级为AA-。

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	11.68	7.59	4.10	4.64
应收账款	17.16	20.48	20.61	11.22
存货	9.61	9.00	8.35	5.67
流动资产合计	53.44	46.19	40.74	23.38
固定资产	7.32	6.62	6.51	5.05
非流动资产合计	12.66	12.80	9.40	6.97
资产总计	66.09	58.99	50.14	30.35
短期借款	20.55	16.24	18.64	5.31
流动负债合计	29.01	22.47	26.01	9.22
应付债券	7.12	7.02	0.00	0.00
非流动负债合计	10.38	10.42	0.77	0.78
负债合计	39.39	32.89	26.77	10.00
总债务	-	29.88	21.12	6.90
所有者权益	25.64	24.56	21.89	18.80
营业收入	23.33	110.66	99.85	48.69
营业利润	0.55	2.49	4.34	2.51
净利润	0.49	2.07	3.86	2.21
经营活动产生的现金流量净额	5.81	3.44	-9.69	-2.07
投资活动产生的现金流量净额	-2.24	-6.88	-3.35	-0.96
筹资活动产生的现金流量净额	0.27	7.11	11.87	5.08
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	-	4.37	6.42	3.54
FFO	-	-1.24	2.07	2.38
净债务	-	18.80	15.02	2.84
销售毛利率	2.84%	2.75%	5.59%	7.69%
EBITDA 利润率	-	3.95%	6.43%	7.27%
总资产回报率	-	5.66%	12.01%	10.54%
资产负债率	59.59%	55.75%	53.40%	32.96%
净债务/EBITDA	-	4.30	2.34	0.80
EBITDA 利息保障倍数	-	6.82	14.57	17.52
总债务/总资本	-	54.40%	47.47%	25.33%
FFO/净债务	-	-6.61%	13.80%	83.76%
速动比率	1.51	1.66	1.25	1.92
现金短期债务比	-	0.73	0.43	0.81

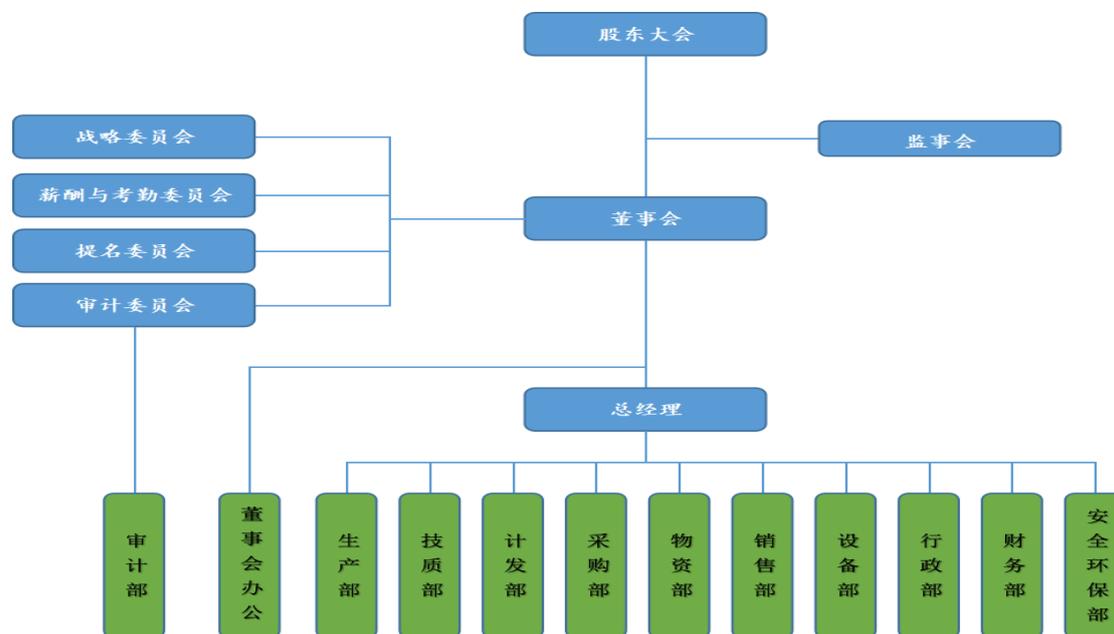
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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。