



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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
顺博转债	AA-	AA-

评级观点

本次评级结果是考虑到：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，随着安徽基地产能逐步爬升，2023年公司产能继续扩张，规模优势和产品交付能力进一步强化，公司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，并对冲不同销售区域、不同下游行业的波动风险，2024年3月公司完成定向增发，延伸产业链布局，资本实力有所增强；同时中证鹏元也关注到，2023年公司毛利率低位下滑，盈利表现弱于可比同行，利润主要依赖政府补助，应收款项回收风险仍较大，净营业周期拉长，主营业务现金生成能力明显弱化，持续关注铝价波动对公司现金流及盈利能力带来影响，产能扩张背景下，公司面临较大资金缺口、一定的产能消化风险，总债务维持较高增速，财务杠杆明显提高，面临较大的债务滚存压力等风险因素。

评级日期

2024年06月27日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：肖无心
xiaowx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024年3月	2023年	2022年	2021年
总资产	86.60	76.22	58.99	50.14
归母所有者权益	32.25	25.78	24.56	21.89
总债务	50.28	45.92	29.88	21.12
营业收入	29.01	119.45	110.66	99.85
其他收益	0.99	2.86	2.05	1.53
净利润	0.52	1.22	2.07	3.86
其中：归母净利润	0.52	1.25	2.00	3.42
经营活动现金流净额	-1.85	-4.15	3.44	-9.69
净债务/EBITDA	-	8.24	4.30	2.34
EBITDA利息保障倍数	-	4.15	6.82	14.57
总债务/总资本	61.49%	64.68%	54.40%	47.47%
FFO/净债务	-	-10.23%	-6.61%	13.80%
EBITDA利润率	-	3.07%	3.95%	6.43%
总资产回报率	-	3.21%	5.66%	12.01%
速动比率	1.43	1.26	1.66	1.25
现金短期债务比	0.73	0.52	0.73	0.43
销售毛利率	1.19%	1.52%	2.75%	5.59%
资产负债率	62.18%	65.44%	55.75%	53.40%

注：2022-2023年公司FFO数据为负。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024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，产能继续扩张，具有一定规模优势，2024 年定增后资本实力有所增强。**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。随着可转债募投项目的建成投产，2023 年公司有效产能提升至 79.31 万吨，以产量计的市场份额提升至 7.18% 左右，2023 年规模优势和产品交付能力进一步强化。2024 年 3 月公司完成定增，募集资金净额 5.93 亿元，明显提升了资本实力。
- **生产基地布局多元化并进一步调整优化，有助于分散经营风险。**公司聚焦再生铝主要消费区域及原材料集散区域，2023 年调整生产基地布局，随着新建的安徽基地一期项目逐步投产，公司关停同处于华东地区的江苏基地，形成重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山 4 大生产基地，构筑了辐射西南、华南、华东及华中地区等再生铝主要消费市场的经营网络，且部分生产基地可享受政策扶持优势。多元化布局有利于公司拓展销售市场，并对冲不同销售区域、不同下游行业的波动风险。

关注

- **2023 年公司毛利率低位下滑，盈利表现弱于可比同行，利润主要依赖政府补助，需关注铝价波动对公司业绩影响。**公司主业具有典型的“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 年以来铝价从高位回落，后一直横盘窄幅震荡，铝价中枢下移，2023 年四季度安徽基地一期项目产能释放较多，同期铝价下行拖累全年毛利，叠加向个体供应商采购比重增加，2023 年公司销售毛利率下滑约 1 个百分点至 1.52%，归母净利润下降近四成至 1.25 亿元；同期其他收益（政府补助和税费返还等）占利润总额的 221.17%，对利润形成支撑。
- **公司应收款项回收风险仍较大。**2023 年末公司应收账款及应收票据账面价值合计 31.66 亿元，同比增长 33.97%，占总资产的 41.55%，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，近年传统燃油车企经营压力加大、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；2023 年公司应收账款及应收票据坏账损失 0.25 亿元。
- **净营业周期拉长，主营业务现金生成能力明显弱化。**因上下游账期错配，公司承担垫资压力，2023 年净营业周期有所上升；同时，经营活动现金流净额由正转负，主要是新增产能于四季度释放较多，年底销售尚未回款，导致经营性应收款项增加所致。受利润规模大幅下降、支付的税费增加影响，同期 FFO 维持净流出状态。
- **产能扩张背景下，面临较大资金缺口和一定的产能消化风险。**国家政策扶持下，再生铝步入快速发展期，行业内企业积极布局再生铝产能。除本期债券募投项目以外，公司主要在建及拟建项目计划固定资产投资金额 34.52 亿元，2024 年定增募资 5.83 亿元用于项目建设（另有 0.10 亿元补流），剩余需自筹 28.69 亿元，规模较大；在建变形铝合金项目完工后，公司再生铝设计产能将提升约 50%。考虑到近年再生铝行业产能扩张速度明显超过需求增速，并且行业竞争激烈，生产受制于废铝供给，未来需持续关注公司产能消化情况。
- **总债务维持较高增速，财务杠杆明显提高，面临较大的债务滚存压力。**公司运营资金和项目建设资金需求提升，公司总债务规模继续增加，2023 年末同比增长 53.69%，新增债务以短期债务为主，2023 年末短期债务规模达 36.85 亿元、占比提升至 80% 左右，集中偿债压力较大。2023 年末公司资产负债率继续上升至 65.44%，现金短期债务比下滑至 0.52，叠加盈利能力减弱，偿债指标均有所弱化。

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	顺博合金 (002996.SZ)	立中集团 (300428.SZ)	怡球资源 (601388.SH)	永茂泰 (605208.SH)
总资产	76.22	187.20	56.82	33.76
营业收入	119.45	233.65	67.97	35.36
净利润	1.22	6.17	1.33	0.31
资产负债率	65.44%	63.27%	24.45%	37.79%
销售毛利率	1.52%	10.48%	7.98%	7.03%

注：上表财务数据均为 2023 年数据。

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_2023V1.0
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
宏观环境	4/5	初步财务状况	5/9
业务状况	行业&经营风险状况	财务状况	杠杆状况
	行业风险状况		盈利状况
	经营状况		流动性状况
业务状况评估结果	5/7	财务状况评估结果	5/9
调整因素	ESG 因素		0
	重大特殊事项		0
	补充调整		1
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。

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	2023-05-19	2028-08-12

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8.30亿元可转换公司债券，募集资金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2024年5月24日，本期债券募集资金专项账户余额合计0.35亿元。

三、发行主体概况

“顺博转债”¹转股期限为2023年2月20日-2028年8月11日，2023年累计转股数量1,247股。根据中国证监会出具的《关于同意重庆顺博铝合金股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2023〕2510号）核准，公司向特定对象发行人民币普通股（A股）股票75,949,367股，募集资金总额为人民币6.00亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额为人民币5.93亿元。根据众华会计师事务所2024年3月27日出具的《验资报告》（众会字〔2024〕第03372号），对上述募集资金到位情况进行了审验。本次向特定对象发行股票完成后，公司新增股份75,949,367股，增至514,950,614股。截至2024年3月末，公司注册资本²及股本均为5.15亿元，剩余可转债余额为82,997.52万元（8,299,752张）。

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2024年5月8日，王增潮、王真见、王启、杜福昌分别持有公司21.79%、20.88%、5.50%和5.67%的股份，合计53.84%；上述股东中，王增潮、王真见、王启为三兄弟，杜福昌为三人的姐夫，上述四人是公司实际控制人，具有一致行动关系。截至2024年6月25日，上述股东及其一致行动人所持股份不存在质押情况，公司股权结构图见附录二。

2023年公司纳入合并报表范围的子公司变化情况如下表所示。截至2024年3月末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共11家，详见附录四。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2023年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	业务性质	合并方式
-------	------	------	------	------

¹ “顺博转债”初始转股价格 20.43 元/股，历次转股价格调整情况如下：（1）2022 年度利润分配实施完成后，转股价格调整为 20.38 元/股（自 2023 年 5 月 5 日起生效）；（2）因触发《募集说明书》中规定的转股价格修正条件的情形，转股价格调整为 16.00 元/股（自 2023 年 7 月 4 日起生效）；（3）2024 年完成定增后，转股价格调整为 14.81 元/股（自 2024 年 4 月 15 日起生效）；（4）2023 年度利润分配实施完成后，转股价格调整为 11.32 元/股（自 2024 年 5 月 28 日起生效）。

² 根据公司于 2024 年 4 月 25 日发布的《重庆顺博铝合金股份有限公司关于变更公司注册资本及修订<公司章程>的公告》，公司注册资本由 4.39 亿元增至 5.15 亿元，目前尚未完成工商变更登记。

重庆顺博铝合金销售有限公司	100%	2.00	批发业	新设
---------------	------	------	-----	----

2、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
重庆顺博再生资源回收有限公司	100%	0.01	废弃资源综合利用业	注销

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务和经营模式未发生变化，仍主要从事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。

公司主要通过自建厂房扩大再生产，截至2023年末，“顺博转债”募投项目（设计产能40万吨）已建成产能30万吨，考虑到产能装置系分批建设、分批投产，2023年其运营主体顺博合金安徽有限公司（以下简称“安徽顺博”）小幅亏损。截至2023年末，公司拥有重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山4大生产基地。公司位于江苏溧阳的生产基地已于2023年1月关停，后续相关订单主要由安徽基地和湖北基地承接。

表2 公司本部及主要子公司 2023 年财务指标情况（单位：亿元）

名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
公司本部	49.44	19.65	47.70	1.54
广东顺博铝合金有限公司（以下简称“广东顺博”）	9.25	5.26	22.88	0.62
顺博铝合金湖北有限公司（以下简称“湖北顺博”）	14.96	5.08	35.32	0.29
顺博合金安徽有限公司	18.37	5.67	29.66	-0.15
顺博合金江苏有限公司（以下简称“江苏顺博”）	1.36	1.15	1.65	-0.07

注：上表中子公司财务数据为合并口径。

资料来源：公司 2023 年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中

有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

再生铝作为电解铝重要补充部分不可或缺，政策驱动再生铝行业快速发展，汽车工业铝消费量提升为再生铝需求提供重要增量来源，但行业竞争激烈，需关注产能消化风险，同时行业“料重工轻”，废料供给是现阶段主要制约，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，是指由废旧铝或含铝的废料，经重新熔化提炼而得到的铝金属。相较于从铝土矿开采到终端铝制品的原生铝产业链，再生铝产业链较短：主要由上游废铝原料回收，中游再生铝锭、铝棒铸造和铝合金加工，以及下游铝制品应用组成。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。

国家政策扶持下，再生铝步入快速发展期。与原铝相比，再生铝具有节约自然资源、能耗小、碳排放低、对环境影响较小等优势。截至2023年末，国内电解铝在产产能为4,203.80万吨，逼近4,500万吨产能“天花板”，而在新能源用铝量稳步增长的态势下，再生铝成为缓解供给偏紧的有效途径。发展再生铝行业对于补充铝原材料供给，提高铝资源利用效率，推动有色金属行业绿色低碳发展具有重要现实意义。因此，我国再生铝行业一直受到国家相关政策的大力支持。

表3 近年再生铝行业主要支持政策

主要政策	发布时间	颁布机构	与再生铝行业相关政策内容
《“十四五”循环经济发展规划》	2021年7月	发改委	2025年，主要资源产出率比2020年提高约20%，单位GDP能源消耗、用水量比2020年分别降低13.5%、16%左右，再生有色金属产量达到2,000万吨，其中再生铝达到1,150万吨，资源循环利用产业产值达到5万亿元。
《2030年前碳达峰行动方案》	2021年11月	国务院	推动有色金属行业碳达峰。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。
《“十四五”原材料工业发展规划》	2021年12月	工信部 科技部 自然资源部	明确提出支持优势企业建立大型再生铝回收基地和产业集聚区，推进再生金属回收、拆解、加工、分类、配送一体化发展。
《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》	2022年1月	发改委 生态环境部 住房城乡建设部 国家卫健委	健全区域性再生资源回收利用体系，推进废钢铁、废有色金属、报废机动车、退役光伏组件和风电机组叶片、废旧家电、废旧电池、废旧轮胎、废旧木制品、废旧纺织品、废塑料、废纸、废玻璃等废弃物分类利用和集中处置。
《关于完善资源综合利用增值税政策的公告（2021年第40号）》	2022年9月	财政部 国家税务总局	进一步明确了废铝综合利用的增值税的税收优惠政策，为再生铝生产企业获取政府补助的支持提供了政策保障。
《2024-2025年节能降碳行动方案》	2024年5月	国务院	严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。大力发展再生金属产业。到2025年底，再生金属供应占比达到24%以上，铝水直接合金化比例提高到90%以上。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

为顺应行业发展趋势，行业内企业积极布局再生铝产能，但行业竞争激烈，且生产受制于废铝供给，需关注产能消化风险。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。根据阿拉丁统计，我国现阶段有400多家再生铝生产企业，CR6不足30%。据SMM数据显示，截至2023年末，国内再生铝加工产能约2,246万吨，2019-2023年再生铝加工企业产能年均复合增长率为15%左右；2023年国内再生铝实际消费量约为1,215万吨，2019-2023年年均复合增长率11.3%。近年再生铝产能扩张速度明显超过需求增速，并且在行业产能扩张明显的情况下，废铝供应呈现偏紧状态，导致行业产能无法达到满产状态，再生铝行业开工率中枢长期维持在55%的低位。此外，与下游车企高度绑定的再生铝企业为了保障旺季的汽车订单交付，往往会超额设计产能，从而进一步加剧了淡季的产能闲置问题。

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。新能源产业方面，近年汽车轻量化和新能源汽车成为汽车用铝需求增长主要驱动力。近年来新能源汽车产销两旺，2023年新能源汽车产销分别完成944.30万辆和949.52万辆，同比分别增长30.30%和37.88%，市场渗透率达到31.6%，同时，随着2024年新一轮汽车“以旧换新”政策出炉，将有助于激发消费者的购车需求，推动汽车销售量的增长。近年“双碳”政策驱动光伏装机量高速增长，支撑铝需求较好表现，2023年光伏装机量6.09亿千瓦，增速55.24%，但电网消纳能力不足限制了部分户用装机，在2023年的高增速背景下，2024年国内新增光伏装机或将有所放缓。

我国再生铝行业具有“料重工轻”、同质竞争的特征，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，其产品往往附加值较低，利润微薄。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，议价能力强势，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。根据阿拉丁调研，2023年ADC12产品的平均利润仅有200元左右，在铝价低点的2023年5-6月份，ADC12行业甚至陷入整体亏损。2024年3月以来，铝价快速上涨，关注再生铝企业备库资金压力。

图1 铝锭和广东佛山废铝价格（元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍处于再生铝行业第一梯队，依托多元化生产基地布局，经营网络辐射西南、华南、华东及华中地区等再生铝主要消费市场；2023年公司有效产能继续扩张，产销率维持在较高水平，收入规模保持增长，但毛利率低位下滑，盈利能力在可比上市公司中处于较低水平；在建变形铝合金项目投产有望提升业务规模，但项目建设尚需自筹较多资金，完工后产能规模大幅增长，需关注公司未来产能消化风险、铝价波动对业绩的影响以及资金压力

公司主营业务仍为再生铝合金锭（液）系列产品的生产和销售，产品主要应用于传统汽车、新能源汽车、通用机械设备、通讯设备、电子电器、五金灯具、摩托车等行业铝合金铸造件和压铸件产品的生产，汽车领域客户占比超过52%。2023年湖北顺博铝棒项目开始试生产，当年实现铝棒销售收入4.88亿元，加之铝合金锭销售收入增长5.18亿元，带动公司营业收入小幅增长。

2023年公司销售毛利率进一步下滑约1个百分点，原因主要是：其一，2022年以来铝价从高位回落，后一直横盘窄幅震荡，铝价中枢下移，2023年四季度安徽顺博产能释放较多，同期铝价下行拖累全年毛

利；其二，随着湖北顺博业务规模扩大、安徽顺博产能逐步释放，2023年公司向个体供应商采购比重增加，而个体供应商开具的增值税普通发票不能抵扣进项税额，相对提高了公司废铝采购的平均成本；其三，2023年新生产的铝棒产品尚处于试生产阶段，毛利率为负。2024年一季度，铝价先跌后涨，公司毛利率继续下滑。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
铝合金锭	27.28	94.05%	0.12%	108.26	90.63%	1.04%	103.08	93.15%	2.16%
铝合金锭受托加工费	0.07	0.25%	10.28%	0.41	0.34%	2.06%	0.30	0.27%	1.45%
铝板带	1.00	3.45%	1.75%	4.18	3.50%	3.66%	5.31	4.80%	3.51%
铝棒	0.32	1.11%	1.41%	4.88	4.09%	-4.15%	0.00	0.00%	-
其他业务	0.33	1.13%	86.16%	1.73	1.44%	42.08%	1.98	1.79%	32.04%
合计	29.01	100.00%	1.19%	119.45	100.00%	1.52%	110.66	100.00%	2.75%

注：其他业务收入主要包括材料销售、废品销售、贸易、租赁、利息收入等。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司调整优化生产基地布局，随着新建的安徽基地一期项目逐步投产，公司关停同处于华东地区的江苏基地，现有4大生产基地，公司产能继续扩张且产能利用率提高，规模优势和产品交付能力进一步提升；新建的变形铝合金项目投产后有望提升业务规模，但项目建设面临较大资金缺口，完工后公司再生铝设计产能将提升约50%，需关注项目建设进度、未来产能消化风险及资金压力

公司聚焦国内再生铝主要消费区域及原材料集散区域布局生产基地，依托重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山4大生产基地，形成了辐射西南、华南、华东及华中地区等再生铝主要消费市场的经营网络。同时，公司部分生产基地可享受政策扶持优势，根据公司与有关地方政府签订的投资协议，公司在湖北省老河口市与安徽省马鞍山市博望区的子公司，自经营或投产起十年内，地方政府将子公司缴纳的经营性税收的地方留存部分，按照约定的比例对其扶持奖励。总体来看，公司生产基地布局多元、选址较优，有利于公司拓展销售市场，分散不同区域下游行业的市场风险。

业务布局方面，公司多年来深耕再生铝行业，在铸造铝合金基础上，逐步拓展布局变形铝合金、铝灰危废处置业务板块。2021年公司通过收购从事铝板带生产的重庆奥博铝材制造有限公司（以下简称“重庆奥博”），切入变形铝合金市场，并于2024年3月完成向特定对象发行股票，投资建设年产63万吨低碳环保型铝合金扁锭项目”（以下简称“63万吨铝扁锭项目”）和“年产50万吨绿色循环高性能铝板带项目”（以下简称“50万吨铝板带项目”），向铝精深加工、高附加值产品方向延伸。在铝灰危废处置板块，目前子公司重庆顺博环保新材料有限公司位于重庆大足的铝灰综合利用项目已建设完毕，将于2024年投入量产。

技术方面，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/T38472-2019）的起草单位之一。

生产方面，公司铸造铝合金系主要产品为ADC12、A380、AC4B等各种牌号的铝合金锭（液），变形铝合金系主要产品来自于重庆奥博的铝板带和湖北顺博的铝棒产品，仍实行“以销定产”的经营模式，公司完成材料备货后从接受生产指令、生产完工、到产品完工入库，一般日内可完成，生产周期较短。

2023年公司安徽生产基地一期40万吨铸造再生铝产能装置已经建成30万吨，并逐步投产，同时为降低综合运营成本，于2023年1月关停同处于华东地区的江苏基地。2023年公司有效产能继续扩张，规模优势和产品交付能力进一步提升，带动产量、营收规模保持增长，产能利用率有所提升。总体来看，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一，2023年以产量计的市场份额微增至7.18%左右。

表5 公司生产基地布局情况（单位：万吨/年）

指标名称	2023年	2022年
设计产能	105.00	125.00
有效产能	79.31	71.48
其中：重庆顺博	27.53	28.58
安徽基地	20.88	0.97
湖北顺博	17.77	16.42
广东顺博	11.46	13.43
江苏顺博	1.67	12.08
产量	68.17	57.59
产能利用率	85.95%	80.56%

注：（1）上表数据包含铸造铝合金和变形铝合金；（2）上表中的产量仅指公司自产自销部分；（3）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

产能建设方面，2023年湖北顺博废铝资源综合利用项目、铝灰资源综合利用项目-重庆、湖北顺博年产15万吨铝棒项目已完工；截至2024年4月，“顺博转债”募投项目的40万吨产能装置、厂房、办公楼、宿舍楼的主体已建设完成，但工程款尚未支付完毕，因而募投项目还未达到结项条件。

公司主要在建项目为2024年定增募投项目——“63万吨铝扁锭项目”和“50万吨铝板带项目”，均属于变形系铝合金原材料及加工业务，前者系后者的配套建设项目，产品将全部作为后者的原材料，面向市场对外销售的最终产品为铝板带。在募投产品方案中，铝板带40%的细分产品用于电池壳料及电池箔坯料，42%用于罐体料、罐盖料，10%为热轧板带材产品，8%用于3C产品的零部件生产。根据募集说明书披露的盈利测算，项目投产后的前三年合计净利润分别为3,155.71万元、20,207.21万元、38,388.42万元，其后年度净利润将保持38,388.42万元稳定不变。但未来收益实现情况受行业竞争、市场需求、铝价波动等因素影响，存在不确定性。

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

在建及拟建项目尚需固定资产投资规模较大，2024年定增募资后仍需自筹28.69亿元，给公司带来较大的资本开支压力；并且再生铝行业竞争激烈，且生产受制于废铝供给，需持续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6 截至 2023 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	35,486.00	2024/12/31 (2024 年 4 月末已基本完工)	可转债 6.2 亿元+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	-	待定	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	8,211.00	2026/12/31	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	376.00	2026/12/31	定增资金 3.8 亿+自筹
合计	-	569,369.40	412,125.40	44,073.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品“料重工轻”，原材料仍维持卖方市场格局，2023年因铝价震荡及中枢下移导致采销价格错配、向个体供应商采购比重增加抬升原材料采购的平均成本，公司单位毛利大幅下降，盈利能力低于可比同行，需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响

从采购来看，公司实行“以产定采”的采购模式，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。2023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。随着安徽顺博产能逐步释放，2023年公司A00铝锭采购规模大幅增长。废铝、原铝等原材料均处于卖方市场，供应商议价能力强，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。2023年公司前五大供应商采购占比下降2.39个百分点至18.38%，主要系子公司湖北顺博、安徽顺博直接面向个体供应商采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7 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2023 年	2022 年
废铝	采购数量（万吨）	52.31	50.61

	单价（元/吨）	14,625.42	14,810.66
	金额（亿元）	76.50	74.95
	采购数量（万吨）	8.32	5.58
A00 铝锭	单价（元/吨）	16,510.13	17,603.66
	金额（亿元）	13.74	9.82

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

一方面，公司存货周转周期30天左右，成品和原材料的价格波动存在时间差，2023年四季度安徽顺博产能释放较多，同期铝价下行拖累全年毛利；另一方面，随着湖北顺博业务规模扩大、安徽顺博产能逐步释放，2023年公司向个体供应商采购比重增加，个体供应商无法开具增值税专用发票，相对提高了公司废铝采购的平均成本；但是，根据公司与当地政府签订的投资协议，多缴的增值税，会通过政府补助的方式弥补公司在原材料成本增加上的利润损失。综合影响下，2023年单位毛利大幅下滑至158.99元/吨，盈利能力在可比上市公司中处于较低水平。

表8 公司再生铝单位毛利情况（单位：元/吨）

指标名称	2023年	2022年
单位售价	15,937.78	19,550.34
单位成本	15,778.79	19,115.54
单位毛利	158.99	434.80

注：上表数据包含铸造铝合金和变形铝合金。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 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	
		2023年	2022年	2023年	2022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、江苏扬中和扬州、安徽六安、重庆和泰国等	90.35	81.96	5.72%	5.00%
顺博合金	重庆、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山	73.86	63.58	0.92%	2.16%
怡球资源	江苏太仓、马来西亚	22.27	24.84	4.26%	9.39%
永茂泰	安徽广德、上海、四川成都、重庆	18.93	16.87	3.23%	7.25%

资料来源：各上市公司 2022-2023 年年度报告，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；2023年产销率维持较高水平，收入规模小幅增长

得益于较为多元化的生产基地，公司销售网络覆盖了再生铝主要消费市场，同时集团化管理有助于公司资源统一调控，分散不同区域下游行业的市场风险。2023年华东地区仍为公司第一大区域市场，主要得益于湖北襄阳产能大规模释放后跨区域销售至华东市场。此外，安徽地区因积极发展新能源汽车产业，聚集众多主机厂以及零部件企业，吸引再生铝厂在此新建产能，其中安徽顺博于2022年底开始试生产，随着产能逐步爬升，未来华东地区将继续为公司第一大收入来源地。

表10公司营业收入分地区构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
华东地区	55.65	46.59%	50.17	45.34%
西南地区	32.62	27.31%	29.98	27.09%
华南地区	18.17	15.21%	21.48	19.41%
华中地区	10.79	9.03%	6.29	5.68%
华北地区	0.32	0.27%	0.36	0.32%
西北地区	0.19	0.16%	0.41	0.37%
其他业务	1.73	1.44%	1.98	1.79%
合计	119.45	100.00%	110.66	100.00%

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司的产品定价模式分为两种。一是随行就市，二是“成本+加工费”的模式，根据生产牌号的铝合金中铝、硅、铜等金属成分的比例和最近一个月内铝、硅、铜等金属成分的市场平均价格，计算出加权平均市场价格，在此基础上加上固定金额，该固定金额体现了加工利润。目前以第一种定价方式为主。

从销售来看，公司的铝合金锭销售以直销方式为主，2023年直销销售收入占比仍维持在95%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。近年来，随着新能源汽车的快速发展以及公司对下游客户的持续拓展，公司产品应用于汽车行业的占比持续提升，目前占比已超过百分之五十，客户也逐步延伸至汽车整车厂商，客户稳定性较好且集中度一般。

2023年公司前五大客户分别为重庆渝江压铸有限公司及其同一控制下的关联方、重庆市璧山区瑞通精密压铸有限公司、长安汽车（000625.SZ）、湖北航特装备制造股份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，前五大客户集中度为19.85%。

与上年相比，2023年国内铝价整体中枢下移，并呈现窄幅震荡。2023年公司实现销量73.86万吨，同比增长16.17%；实现营业收入119.45亿元，同比增长7.94%。

表11公司再生铝销售情况（单位：吨）

指标名称	2023年	2022年
销量	738,629.36	635,801.68
产销率	101.86%	99.26%

注：上表中的销量由铸造铝合金和变形铝合金产品构成，且包含外购产成品直接对外销售的情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因上下游账期错配，公司承担垫资压力，2023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，2023年应收账款周转天数小幅拉长，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，且公司向个体供应商采购比重增加，对现金支付要求更高，应付账款周转天数低于同行，2023年进一步下降。公司再生铝具有低盈利性，通过加速存货周转，缩短原材料采购入库至产品销售完成的时间，降低原材料

及产品价格持续下跌期间产品利润减小的风险，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12公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	应收账款周转天数		存货周转天数		应付账款周转天数		净营业周期	
	2023年	2022年	2023年	2022年	2023年	2022年	2023年	2022年
立中集团	58	58	64	64	21	20	101	102
顺博合金	73	67	26	29	7	10	92	86
怡球资源	30	35	77	91	16	13	91	112
永茂泰	81	70	60	63	21	20	120	113

资料来源：Wind，中证鹏元整理

六、财务分析

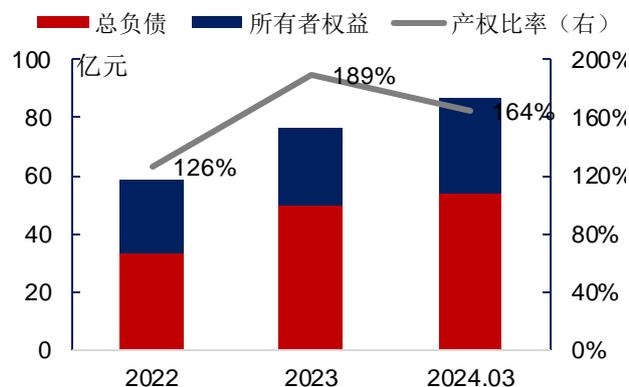
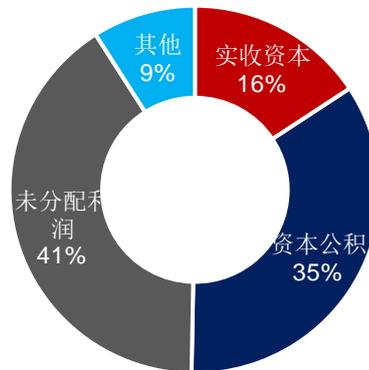
财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新设1家子公司、注销1家子公司，合并报表范围变动对财务报表可比性无明显影响。

资本实力与资产质量

随着2024年定增募集资金到位，公司现金类资产规模明显增加，资产规模继续增长；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，但应收款项规模较大，对营运资金形成较大占用，且面临一定坏账风险，受限资产占比近两成，整体资产质量、流动性一般

2023年公司净资产同比变化不大，总负债增加主要系新增较大规模银行借款所致，2023年末产权比率提升至189%左右；随着2024年3月定增募集资金到位（净额5.93亿元），带动公司净资产规模大幅增长，资本实力有所增强，产权比率有所回落，但净资产仍不能完全覆盖总负债。

图2 公司资本结构

图3 2024年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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 2024 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（应收票据、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，2023年末上述资产合计占总资产的比重为70.66%。2023年以来，业务规模扩大和项目融资驱动公司资产规模保持增长，2024年3月末较2022年末增长46.80%。

受益于债务融资规模扩大以及2024年定向增发取得较大规模股权融资，公司现金类资产继续增加，在货币资金、应收票据、其他流动资产等科目均有体现。公司应收账款主要为再生铝业务销售回款，业务规模扩大、账期拉长带动应收账款账面价值波动上升，2023年末为27.93亿元，同比增长36.40%，账龄以一年内为主，前五大应收对象合计应收余额占比为20.81%，集中度不高；考虑到公司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，传统燃油车企经营压力加大，而除了头部企业之外，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，2023年末公司应收账款坏账准备2.33亿元，其中0.54亿元应收账款预计无法收回而全额计提坏账准备。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，公司会根据原材料价格的变动情况决定采购节奏，2023年末预付账款账面价值有所回升。

存货主要由原材料（主要为废铝、A00铝锭、铝水等）、库存商品和在产品构成，公司的存货周转较快，存货账面价值小幅震荡。目前公司产能仍在扩张阶段，2023年以来，随着安徽基地一期项目、重庆大足铝灰综合利用项目的厂房完工转固，以及定增募投项目投入建设，推动固定资产、在建工程和无形资产账面价值增长。截至2023年末，价值0.25亿元的固定资产未办妥产权证书。

2023年末公司受限资产账面价值14.76亿元，主要系保证金、已贴现/背书的票据以及用于抵质押担保的固定资产、无形资产、投资性房地产和银行存单等，受限资产占同期末总资产的19.37%。

表13公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.25	18.77%	8.21	10.77%	7.59	12.86%
应收票据	2.98	3.44%	3.73	4.90%	3.16	5.35%
应收账款	25.02	28.89%	27.93	36.65%	20.48	34.72%
预付款项	5.99	6.91%	3.61	4.74%	1.83	3.10%
存货	9.77	11.28%	8.10	10.62%	9.00	15.25%
其他流动资产	7.97	9.20%	6.80	8.92%	3.56	6.03%
流动资产合计	69.98	80.81%	59.84	78.51%	46.19	78.29%
固定资产	8.96	10.34%	8.83	11.59%	6.62	11.22%
在建工程	2.54	2.94%	1.64	2.16%	1.88	3.19%
无形资产	2.05	2.37%	2.03	2.67%	1.56	2.64%
非流动资产合计	16.62	19.19%	16.38	21.49%	12.80	21.71%
资产总计	86.60	100.00%	76.22	100.00%	58.99	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

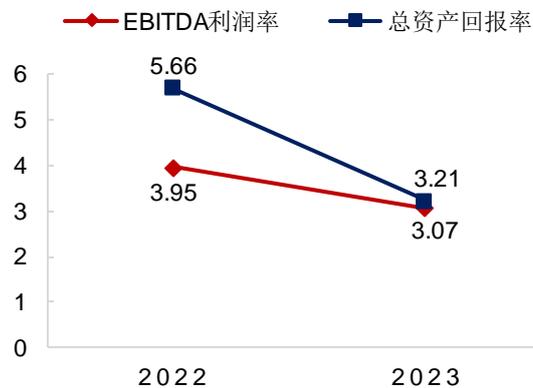
盈利能力

2023年受铝价波动和个体供应商采购占比提升影响，公司毛利率水平大幅下滑，盈利主要依赖于政府补助，未来盈利能力仍存在波动可能

公司营业收入主要来自再生铝业务，2023年在销量推动下营收规模进一步增长。2023年铝价总体窄幅震荡，价格中枢有所下移，公司采销价格出现错配，叠加湖北顺博、安徽顺博产能释放，公司向个体供应商采购比重增加，相对提高了公司废铝采购的平均成本，2023年公司归母净利润大幅下降37.45%至1.25亿元，导致EBITDA利润率和总资产回报率均明显下降，未来需持续关注铝价波动对公司盈利能力的影响。

此外，湖北顺博于2020年底开始投入试运营，2020年运营规模较小，于2021年开始正式全面投产，安徽顺博于2022年11月开始投入试运营，其获得的政府补助有效期为自经营或投产起十年内，具有持续性，但补助规模视子公司经营状况存在波动的可能。2022-2023年及2024年1-3月公司收到的政府补助和税费返还等是同期利润总额的83.77%、221.17%和163.30%，公司盈利对政府补助的依赖加大。

江苏溧阳生产基地关停，支付的离职补偿以及资产折旧导致2023年管理费用同比增长35.01%，同时融资规模扩大导致财务费用同比增长18.81%，但整体来看，公司期间费用率仍控制在2%以下。2023年公司应收账款及应收票据坏账损失2,549.46万元，其他应收款坏账损失122.37万元，一定程度上侵蚀了公司利润。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模增速较快，短期债务占比高，面临较大的债务滚存压力，期限结构有待改善；受利润规模大幅下降、支付的税费增加影响，公司FFO仍为净流出状态，主营业务现金生成能力明显弱化

产能扩张背景下，公司运营资金和项目建设资金需求提升，总债务维持较高增速，2023年末同比增长53.69%。银行借款和资本市场再融资是公司当前最主要的融资渠道，2023年末公司短期借款和长期借款（含一年内到期部分）本金合计33.31亿元，主要系抵质押、保证借款、商业汇票贴现，占当期末总债务的72.54%。应付票据主要系银行承兑汇票。从期限结构来看，公司新增债务以短期债务为主，2023年末短期债务占比提升至80%左右，集中偿债压力较大。

其他经营性负债主要为应付账款，2023年公司向个体供应商采购比重增加，对现金支付要求更高，应付账款周转天数下滑至7天，对供应商占款能力弱。

表14公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	33.71	62.60%	30.25	60.64%	16.24	49.39%
应付票据	1.95	3.62%	3.73	7.48%	2.44	7.41%
应付账款	1.66	3.08%	2.39	4.79%	2.13	6.47%
一年内到期的非流动负债	2.43	4.52%	2.60	5.21%	0.72	2.19%
流动负债合计	42.22	78.41%	41.17	82.54%	22.47	68.31%
长期借款	3.33	6.19%	0.52	1.04%	2.27	6.89%
应付债券	7.38	13.72%	7.29	14.61%	7.02	21.35%
非流动负债合计	11.63	21.59%	8.71	17.46%	10.42	31.69%
负债合计	53.84	100.00%	49.88	100.00%	32.89	100.00%

总债务	50.28	93.38%	45.92	92.06%	29.88	90.85%
其中：短期债务	38.29	76.16%	36.85	80.25%	19.53	65.38%
长期债务	11.98	23.84%	9.07	19.75%	10.34	34.62%

注：短期债务占比=短期债务/总债务，长期债务占比=长期债务/总债务。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司经营活动现金流净额由正转负，主要原因是安徽顺博产能于四季度释放较多，年底销售尚未回款，导致经营性应收款项增加，并且公司基于铝产业链的大宗贸易采购及销售规模增加导致应收、预付账款增加。受利润规模大幅下降、支付的税费增加影响，同期FFO维持净流出状态，主营业务现金生成能力明显弱化。

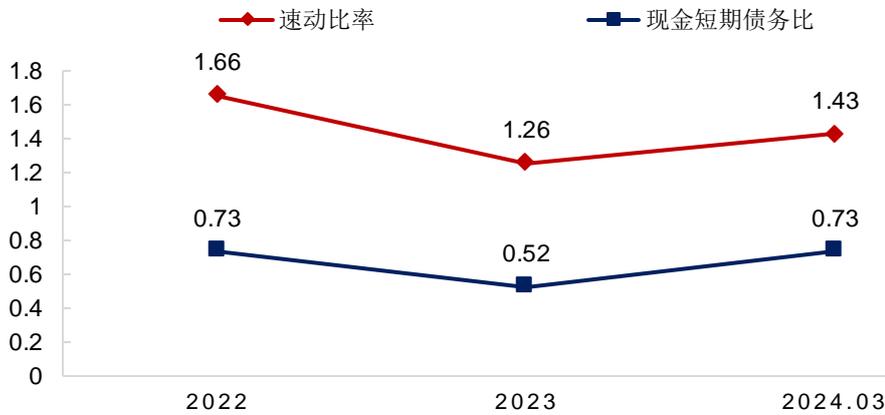
从杠杆状况来看，公司资产负债率、总债务/总资本有所增长。跟踪期内公司盈利能力减弱，EBITDA进一步下滑，净债务/EBITDA、FFO/净债务、EBITDA利息保障倍数等指标均有所弱化。

表15公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.85	-4.15	3.44
FFO（亿元）	-	-3.09	-1.24
资产负债率	62.18%	65.44%	55.75%
净债务/EBITDA	-	8.24	4.30
EBITDA利息保障倍数	-	4.15	6.82
总债务/总资本	61.49%	64.68%	54.40%
FFO/净债务	-	-10.23%	-6.61%
经营活动现金流净额/净债务	-8.05%	-13.77%	18.32%
自由现金流/净债务	-10.01%	-28.14%	-2.33%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2023年公司速动比率仍在1.0以上，表现较好。2023年公司新增债务以短期银行借款为主，短期债务占比提升，现金类资产对短期债务的保障程度减弱，随着2024年定增募集资金到位，现金短期债务比有所改善，但需注意的是，定增募集资金限定用途，2024年3月末实际可动用现金短期债务比低于账面水平。考虑到公司作为上市公司，直接融资和间接融资渠道较为通畅，且拥有一定规模的非受限资产，具备一定的再融资能力。截至2024年3月末，公司合计获得金融机构授信额度27.40亿元，剩余可用额度15.77亿元，备用流动性尚可。

图5 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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，ESG表现对其持续经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

公司生产过程会产生废水、废气、废渣和噪声，属于环境保护部门公布的重点排污单位，2023年公司环境治理和保护投入资金3,608.60万元。根据《重庆市铜梁区生态环境保护综合行政执法支队行政处罚决定书（铜环执罚〔2023〕17号）》，子公司重庆奥博的熔炼炉废气排放口颗粒物排放浓度超标，违反了《中华人民共和国大气污染防治法》第十八条的规定，重庆市铜梁区生态环境保护综合行政执法支队于2023年12月7日对重庆奥博作出罚款27.67万元行政处罚。发现相关问题后，公司随即进行整改，对全体操作工人进行了整改培训和操作实训，同时对设备进行维护。公司后续再次对熔化炉废气排放口进行了采样监测，其监测结果显示达标排放。除此之外，根据公司出具的说明，过去一年公司未因环境因素受到政府部门处罚。

社会因素

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，2023年公司安全生产费用列支3,637.80万元，期末安全生产费专项储备余额770.29万元。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》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定，建立了包括股东大会、董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构，并制定《公司章程》。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，公司组织架构图见附录三。

表162023年以来，公司董事、高级管理人员的重大变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
王瑋	董事、董事会秘书	离任	2023/4/6	因个人原因辞职
王启	董事	被选举	2023/7/3	被选举为公司董事
李晓华	董事会秘书	聘任	2023/9/7	被聘任为公司董事会秘书

资料来源：公司 2023 年年度报告

2024年3月22日，公司因信息披露不及时收到深圳证券交易所出具的监管函（公司部监管函（2024）第51号），具体是：“顺博转债”前期已存在触发《公开发行可转换公司债券募集说明书》中规定的转股价格修正条件的情形，公司迟至2024年3月7日才披露《关于顺博转债预计触发向下修正转股价格条款的提示性公告》，未在预计触发转股价格修正条件的5个交易日前及时披露提示性公告。

针对上述情况，除了补充披露提示性公告以外，公司于2024年3月13日召开董事会会议决定不向下修正顺博转债转股价格，同时在未来六个月内（即2024年3月13日至2024年9月12日），如再次触发顺博转债转股价格向下修正条款，亦不提出向下修正方案。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（2024年3月25日）、广东顺博（2024年6月3日）、湖北顺博（2024年5月29日）、安徽顺博（2024年5月31日）和重庆顺博铝合金销售有限公司（2024年5月30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，无逾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（2024年6月25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

首先，2023年铝价总体窄幅震荡，价格中枢有所下移，2023年四季度安徽顺博产能释放较多，同期铝价下行拖累全年毛利，叠加向个体供应商采购比重增加，2023年公司销售毛利率低位下滑至1.52%，归母净利润下降近四成至1.25亿元，利润主要依赖政府补助。其次，公司应收款项账面价值较大，2023

年末应收账款及应收票据合计31.66亿元，同比增长33.97%，且公司半数以上的产品为汽车零部件原料，近年传统燃油车企经营压力加大、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。再次，因上下游账期错配，公司承担垫资压力，2023年净营业周期有所上升；同时经营活动现金流净额由正转负，FFO维持净流出状态。并且，产能扩张背景下，公司主要在建及拟建项目需自筹的固定资产投资规模较大，产能建设存在较大资金缺口，运营资金需求亦有所提升，总债务维持较高增速，财务杠杆明显提高，面临较大的债务滚存压力，需持续关注铝价波动风险、公司产能消化情况及资金压力。

但考虑到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，公司聚焦再生铝主要消费区域及原材料集散区域，布局重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山4大生产基地，且部分生产基地可享受政策扶持优势，随着可转债募投项目的建成投产，规模优势和产品交付能力进一步强化，多元化布局有利于公司拓展销售市场，对冲不同销售区域、不同下游行业的波动风险。同时，公司于2024年3月完成定增，募集资金净额5.93亿元，资本实力有所增强。公司作为上市公司，直接融资和间接融资渠道较为通畅，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。总体来看，公司抗风险能力尚可。

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-。

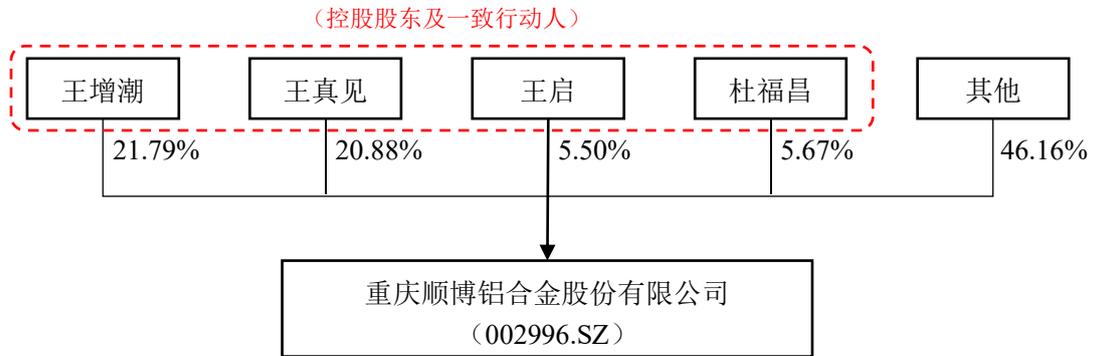
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	16.25	8.21	7.59	4.10
应收票据	2.98	3.73	3.16	3.74
应收账款	25.02	27.93	20.48	20.61
预付款项	5.99	3.61	1.83	2.50
存货	9.77	8.10	9.00	8.35
其他流动资产	7.97	6.80	3.56	0.43
流动资产合计	69.98	59.84	46.19	40.74
固定资产	8.96	8.83	6.62	6.51
在建工程	2.54	1.64	1.88	0.16
非流动资产合计	16.62	16.38	12.80	9.40
资产总计	86.60	76.22	58.99	50.14
短期借款	33.71	30.25	16.24	18.64
应付票据	1.95	3.73	2.44	1.46
应付账款	1.66	2.39	2.13	3.70
一年内到期的非流动负债	2.43	2.60	0.72	0.68
流动负债合计	42.22	41.17	22.47	26.01
长期借款	3.33	0.52	2.27	0.10
应付债券	7.38	7.29	7.02	0.00
非流动负债合计	11.63	8.71	10.42	0.77
负债合计	53.84	49.88	32.89	26.77
总债务	50.28	45.92	29.88	21.12
其中：短期债务	38.29	36.85	19.53	21.01
所有者权益	32.76	26.34	26.10	23.37
营业收入	29.01	119.45	110.66	99.85
其他收益	0.99	2.86	2.05	1.53
营业利润	0.59	1.31	2.49	4.34
净利润	0.52	1.22	2.07	3.86
其中：归母净利润	0.52	1.25	2.00	3.42
经营活动产生的现金流量净额	-1.85	-4.15	3.44	-9.69
投资活动产生的现金流量净额	-1.70	-7.91	-6.88	-3.35
筹资活动产生的现金流量净额	11.72	12.34	7.11	11.87
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.81	3.66	4.37	6.42
FFO（亿元）	-	-3.09	-1.24	2.07
净债务（亿元）	23.01	30.17	18.80	15.02
销售毛利率	1.19%	1.52%	2.75%	5.59%

EBITDA 利润率	-	3.07%	3.95%	6.43%
总资产回报率	-	3.21%	5.66%	12.01%
资产负债率	62.18%	65.44%	55.75%	53.40%
净债务/EBITDA	-	8.24	4.30	2.34
EBITDA 利息保障倍数	-	4.15	6.82	14.57
总债务/总资本	61.49%	64.68%	54.40%	47.47%
FFO/净债务	-	-10.23%	-6.61%	13.80%
经营活动现金流净额/净债务	-8.05%	-13.77%	18.32%	-64.49%
自由现金流/净债务	-10.01%	-28.14%	-2.33%	-70.53%

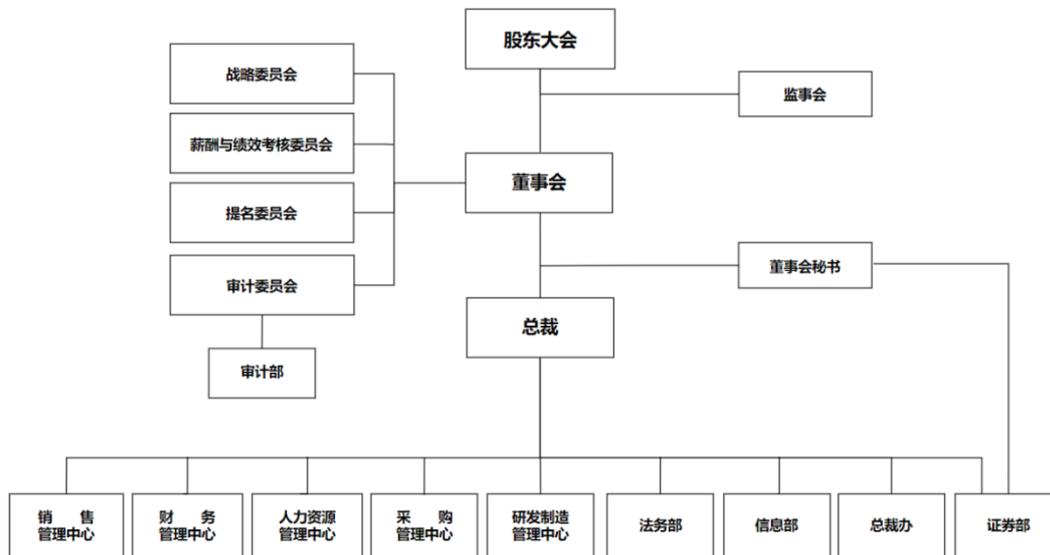
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月 8 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	主要经营地	注册资本	持股比例	业务性质
广东顺博铝合金有限公司	清远市	0.80	100.00%	铝合金锭制造
重庆博鼎铝业有限公司	重庆市	0.30	60.00%	铝合金锭制造
顺博合金江苏有限公司	溧阳市	1.00	71.41%	铝合金锭制造
顺博铝合金湖北有限公司	襄阳市	2.00	100.00%	铝合金锭制造
重庆顺博两江金属材料研究院有限公司	重庆市	0.20	100.00%	计算机、通信和其他电子设备制造业
顺博合金安徽有限公司	马鞍山市	10.00	100.00%	废弃资源综合利用业
重庆顺博环保新材料有限公司	重庆市	0.50	85.00%	非金属矿物制品业
重庆博帆运输有限公司	重庆市	0.05	100.00%	道路运输业
重庆奥博铝材制造有限公司	重庆市	3.05	100.00%	有色金属冶炼和压延加工业
重庆缙嘉嘉商贸有限公司	重庆市	0.15	100.00%	非金属矿物制品业
重庆顺博铝合金销售有限公司	重庆市	2.00	100.00%	批发业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 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。

附录六 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。