

信用评级公告

联合〔2023〕297号

联合资信评估股份有限公司通过对山东宏桥新型材料有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东宏桥新型材料有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“22 鲁宏桥 CP001”和“22 鲁宏桥 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年一月十九日

山东宏桥新型材料有限公司短期融资券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东宏桥新型材料有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 鲁宏桥 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
22 鲁宏桥 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 鲁宏桥 CP001	10 亿元	10 亿元	2023/07/22
22 鲁宏桥 CP002	10 亿元	10 亿元	2023/08/19

注：因遇休息日，“22 鲁宏桥 CP001”实际兑付日顺延至 2023 年 7 月 24 日，“22 鲁宏桥 CP002”实际兑付日顺延至 2023 年 8 月 21 日

评级时间：2023 年 1 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V4.0.202208
有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估股份有限公司官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
		指示评级		
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“公司”）作为中国主要的铝生产企业之一，在生产规模、成本控制、产业链布局及产业集群效应等方面具备很强的综合竞争优势。2021 年，受益于产品价格快速上涨，公司盈利能力和经营获现能力均大幅提升；2022 年 1—9 月，公司收入规模仍保持增长，但受原材料价格增幅较大影响，利润总额同比大幅下降。跟踪期内，公司经营活动现金流保持大规模净流入状态，债务负担持续下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司铝土矿进口依赖度及大客户依赖度均较高，2021 年以来电煤、阳极炭块及电力等主要原材料价格快速上涨，云南产业园新增产能未完全释放等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券的保障能力很强。未来，公司仍将保持产业链一体化发展，同时，随着在建项目的逐步投产，公司的竞争优势有望保持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“22 鲁宏桥 CP001”和“22 鲁宏桥 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

- 产业链一体化优势突出。**公司是中国主要的铝生产企业之一，具有很强的规模优势，并通过“上下游一体化”的发展，形成了“氧化铝—铝合金—铝深加工”的一体化产业链。
- 产业集群优势明显。**公司主要生产基地位于滨州的铝产业集群，该地区拥有完整的铝产品产业链，产业集群效应明显，为公司采购和销售提供了便利条件。
- 跟踪期内，公司债务负担持续下降。**截至 2021 年底，公司全部债务 514.38 亿元，较上年底下降 29.90%，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 46.57%和 35.01%，较上年底分别下降 10.45 个百分点和 14.71 个百分点。截至 2022 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率进一步下降。

分析师：牛文婧 张 博

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. **原铝价格波动较大，铝土矿进口依赖度较高。**铝行业受经济周期波动影响较大，铝价波动对公司收入规模、盈利水平影响较大。公司铝土矿对进口依赖程度较高，主要出口国政府有关铝土矿的出口政策将对铝产品生产造成直接影响。同时，进口成本易受汇率波动、海运费等因素影响。
2. **主要原材料采购价格快速上涨给公司成本控制带来一定压力。**2021年以来随着大宗商品价格快速上涨，公司主要原材料氧化铝、外购电力、电煤和阳极炭块采购价格均出现快速上涨，给公司成本控制带来一定压力。
3. **大客户依赖度较高。**公司产品结构较为单一、销售集中度较高，存在一定的大客户依赖风险。
4. **关注电解铝产能置换事项。**由于云南省水电成本较低，公司实施了部分产能置换，若相关事项顺利落地，未来公司电解铝生产成本有望进一步降低。但由于项目新投产，新增产能未完全释放，联合资信将持续关注公司产能置换事项的进展情况。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产（亿元）	533.21	553.45	604.68	545.70
资产总额（亿元）	1687.85	1726.51	1787.00	1914.86
所有者权益（亿元）	598.31	741.99	954.81	1058.22
短期债务（亿元）	305.86	492.82	275.72	351.49
长期债务（亿元）	437.08	240.91	238.66	200.20
全部债务（亿元）	742.95	733.73	514.38	551.68
营业总收入（亿元）	838.16	867.17	1159.68	997.83
利润总额（亿元）	68.31	131.92	224.91	135.27
EBITDA（亿元）	184.63	235.63	318.74	--
经营性净现金流（亿元）	143.24	165.26	282.00	125.27
营业利润率（%）	20.07	23.15	27.20	18.79
净资产收益率（%）	8.25	15.01	17.71	--
资产负债率（%）	64.55	57.02	46.57	44.74
全部债务资本化比率（%）	55.39	49.72	35.01	34.27
流动比率（%）	142.73	133.95	179.35	177.68
经营现金流动负债比（%）	22.26	22.50	48.74	--
现金短期债务比（倍）	1.74	1.12	2.19	1.55
EBITDA 利息倍数（倍）	3.96	6.05	10.70	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.02	3.11	1.61	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额（亿元）	628.72	660.13	583.72	705.61
所有者权益（亿元）	156.49	196.42	312.24	311.63
全部债务（亿元）	294.16	278.29	128.41	164.40
营业总收入（亿元）	185.80	430.17	702.57	339.99
利润总额（亿元）	5.01	40.76	81.05	-0.75
资产负债率（%）	75.11	70.25	46.51	55.84
全部债务资本化比率（%）	65.28	58.62	29.14	34.54
流动比率（%）	156.30	109.63	133.49	130.98
经营现金流动负债比（%）	15.31	-0.88	15.03	--

注：1. 公司 2022 年 1-9 月财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3. 本报告已将其其他流动负债中短期融资券计入短期债务，将长期应付款中关联方借款计入长期债务
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 鲁宏桥 CP001	A-1	AA+	稳定	2022/07/08	牛文婧 王聪	有色金属企业信用评级方法/有色金属企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读全文
22 鲁宏桥 CP002	A-1	AA+	稳定	2022/08/05	牛文婧 王聪		阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

山东宏桥新型材料有限公司短期融资券跟踪评级报告

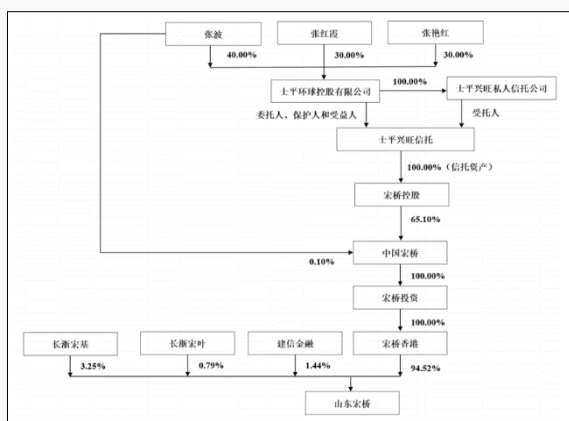
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“公司”或“山东宏桥”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为山东位桥染织有限公司，成立于1994年7月27日。2010年2月5日，公司变更为现名。2011年3月，中国宏桥集团有限公司（以下简称“中国宏桥”，股票代码“01378.HK”）在香港联合交易所上市。中国宏桥通过中国宏桥投资有限公司和宏桥投资（香港）有限公司（以下简称“宏桥香港”）间接控制山东宏桥。经过多次股权转让及增资扩股，截至2022年9月底，公司注册资本和实收资本均为117.59亿元。其中，宏桥香港持有公司94.52%的股权，为公司控股股东；张波先生、张红霞女士及张艳红女士签订《一致行动协议》，保持一致行动关系，为公司共同实际控制人。

图1 截至2022年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事氧化铝、液态铝合金、铝合金锭及铝深加工产品的生产和销售。公司本部设有销售部、安监部、环保部、企业规划发展

部、采购部、研发中心等职能部门（详见附件1-2）。公司拥有一家上市子公司为山东宏创铝业控股股份有限公司（以下简称“宏创控股”）（股票简称：宏创控股；股票代码“002379.SZ”）。

截至2021年底，公司合并资产总额1787.00亿元，所有者权益合计954.81亿元（含少数股东权益45.90亿元）；2021年，公司实现营业收入1159.68亿元，利润总额224.91亿元。

截至2022年9月底，公司合并资产总额1914.86亿元，所有者权益1058.22亿元（含少数股东权益47.47亿元）；2022年1—9月，公司实现营业收入997.83亿元，利润总额135.27亿元。

公司注册地址：山东省邹平县经济开发区会仙一路；法定代表人：张波。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次由联合资信进行跟踪评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。

表1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
22 鲁宏桥 CP001	10.00	10.00	2022/07/22	1 年
22 鲁宏桥 CP002	10.00	10.00	2022/08/19	1 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施19项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长

3.00%，较上半年回升 0.50 个百分点。其中，受疫情冲击，二季度 GDP 当季同比增速(0.40%)较一季度(4.80%)明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP 当季同比增速回升至 3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022 年前三季度，第一产业增加值同比增长 4.20%，农业生产形势较好；第

二、第三产业增加值同比分别增长 3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速（分别为 5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

表 1 2021 年三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额(万亿元)	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速(%)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速(%)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速(%)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速(%)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资增速(%)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速(%)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速(%)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速(%)	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速(%)	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅(%)	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅(%)	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速(%)	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速(%)	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速(%)	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率(%)	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速(%)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

注：1.GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速为期末值；5.城镇调查失业率为季度均值；6.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；7.2021年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资相对平稳，出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面，2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元，同比增长 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022 年前三季度全国固定资产投资（不含农户）42.14 万亿元，同比增长 5.90%，整体保持平稳增长。其中，房地产开发投资增速持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处于高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体增长较快，但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中

国货物进出口总额 4.75 万亿美元，同比增长 8.70%。其中，出口 2.70 万亿美元，同比增长 12.50%；进口 2.05 万亿美元，同比增长 4.10%；贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度，CPI 累计同比增长 2.00%，各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看，食品价格同比有所上涨，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度，PPI 累计同比增长 5.90%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻，三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪

刀差由正转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度，新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元；9 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022 年二季度城镇调查失业率均值上升至 5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022 年前三季度，全国居民人均可支配收入 2.77 万元，实际同比增长 3.20%；全国居民人均消费支出 1.79 万元，实际同比增长 1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022 年 9 月 28 日，稳经济大盘四季度工作推

进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022 年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将持续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

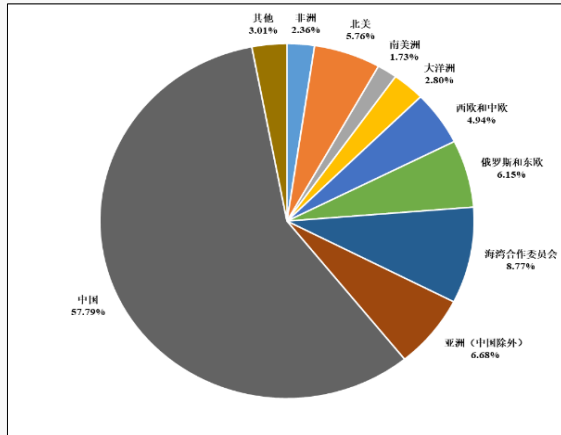
五、行业分析

1. 行业概况

2021 年，全球原铝产量小幅增长，中国原铝产量仍领跑全球。同期，中国氧化铝、原铝和铝材产量均有所增长；电解铝产能增长有限，产能分布以能源优势地区为主。

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，是机电、电力、航空航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，生产流程主要为铝土矿—氧化铝—电解铝（原铝）—铝材。

图2 2021年全球各地区原铝产量情况



资料来源：International Aluminium Institute，联合资信整理

根据International Aluminium Institute统计，2021年全球原铝产量为6734.3万吨，同比增长3.09%，增速转正。2021年，全球原铝产量增长主要来自中国产量增长。2021年中国原铝产量为3892.0万吨，占比57.79%，仍为原铝第一大生产国，同比增长4.24%。自2003年起，中国已经连续19年成为原铝第一大生产国，原铝产量占比在2013年已超过50%。预期中国仍将保持在原铝产量上的全球绝对领先地位。中国不仅是世界第一大原铝生产国，也是第一大精炼铝消费国。根据中国有色金属工业协会统计，2021年，中国氧化铝、原铝及铝材产量分别为7747.5万吨、3850.3万吨¹和6105.2万吨，分别同比增长5.0%、4.8%和7.4%。

产能方面，2018年，随着国家四部委（包括国家发展和改革委员会、工业和信息化部、国土资源部、生态环境部）提出的《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案》的落实，电解铝产能无序扩张得到根本治理，电解铝总产能“天花板”（约为4500万吨/年）形成。根据阿拉丁统计数据，截至2021年底，中国电解铝总产能为4283.10万吨/年，未来产能增长有限，新建产能需通过置换原有产能指标实现。从产能分布来看，由于电解铝属于高耗能行业，产能主要集中在具有能源优势的地区，因此山东、

新疆和内蒙古等煤炭资源丰富的地区为中国主要的电解铝生产区域；此外，近年来受环保政策趋严以及水电成本较低影响，电解铝置换产能逐步向云南、四川等清洁能源富集区转移。

表2 中国主要电解铝产区产量情况（单位：万吨）

省份	2019年	2020年	2021年	2021年变动率
山东	815.53	811.60	805.75	-0.72%
新疆	605.64	593.51	617.47	4.04%
内蒙古	510.77	576.20	591.69	2.69%
云南	191.01	275.09	327.06	18.89%
青海	216.99	237.20	260.21	9.70%
甘肃	228.36	231.89	235.19	1.42%
广西	218.66	225.85	230.29	1.97%
河南	187.04	173.97	179.99	3.46%
贵州	126.64	138.19	132.75	-3.94%
宁夏	124.37	117.44	118.71	1.08%
四川	54.31	79.79	99.95	25.27%
山西	79.43	75.93	97.62	28.56%
陕西	82.71	90.60	91.23	0.70%
重庆	49.28	45.96	49.35	7.39%
辽宁	64.93	35.13	44.44	26.51%
湖北	9.25	9.06	9.31	2.66%
福建	8.33	7.05	7.26	2.91%

注：上表以2021年产量排名顺序列示

资料来源：Wind，联合资信整理

2. 上游原材料

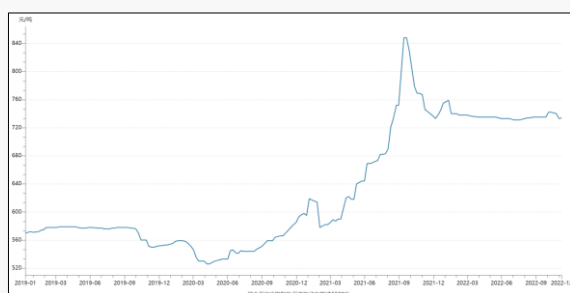
电解铝的生产成本主要来自电力和氧化铝。发电燃料方面，2021年，煤炭供需格局趋紧，推动煤炭价格大幅增长，2022年以来煤炭价格延续高位运行态势。铝土矿方面，中国自身资源缺乏，需要大量依赖进口，2021年下半年以来受外部环境影响，进口铝土矿价格大幅增长，氧化铝价格处于历史高位。原材料价格的上涨加大了企业成本控制压力。

由于中国电解铝生产厂家多建有自备电厂，且自备电厂主要燃料为煤炭（动力煤），所以电力成本与煤炭成本关系密切，尤其对铝电一体化企业的影响较大。2021年初，煤炭价格延续2020年下半年持续走高态势，进入2月，春节效

¹ International Aluminium Institute 和中国有色金属工业协会统计结果存在一定差异

应导致需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于3月跌入绿色区间。2021年4月以来，伴随着迎峰度夏及下游工业需求增速提升，煤炭下游需求增速持续大于原煤产量增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，环渤海动力煤（Q5500k）于10月13日达到848元/吨的历史高位。随后国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加，煤炭价格开始回落，截至2021年底，环渤海动力煤（Q5500k）价格降至737.00元/吨，但较2020年底仍上涨25.98%。2022年以来煤炭供需仍处于紧平衡状态，煤炭价格延续了2021年底的高位运行态势。

图3 环渤海动力煤综合平均价格指数



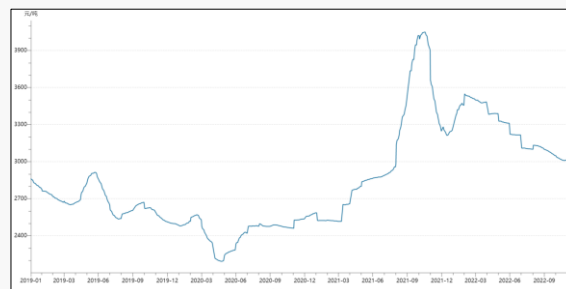
资料来源：Wind

氧化铝是以铝土矿、石灰石和碱（纯碱及烧碱）为原材料，经过溶解、煅烧等步骤制造而成，其成本与铝土矿成本关系密切。作为一个铝工业大国，中国铝土矿资源匮乏且禀赋不佳，导致了庞大的对外进口数量和较高的对外依存度。根据Mysteel铝土矿研究团队调研数据，2021年中国铝土矿总消费量约为19558万吨，其中国产矿总消费量约6198万吨、进口矿总消费量约13360万吨。中国进口铝土矿主要供应国为几内亚、澳大利亚和印度尼西亚三个国家，其中几内亚占据中国进口铝土矿龙头位置，进口量占比约52.0%；澳大利亚和印度尼西亚分别占29.8%和16.6%。价格方面，2021年上半年进口铝土矿价格相对平稳，下半年受几内亚军事政变、海运费上涨以及印度尼西亚计划停止大宗

原材料出口等多重因素的影响，铝土矿价格大幅增长。2022年以来，在铝土矿供应紧张以及海运费上涨的推动下，铝土矿价格延续上涨态势。

中国氧化铝产能处于相对过剩状态，氧化铝厂的议价能力偏弱，2020年底全国一级氧化铝平均价格为2538元/吨，价格维持低位区间运行。2021年上半年，受益于下游需求回升以及大宗商品价格上涨，氧化铝价格持续上涨；2021年9月—11月，能耗双控政策导致氧化铝供给端受限，同时叠加电煤价格暴涨，共同推动氧化铝价格快速上升至历史高位；11月之后，随着保供稳价政策推行，煤炭价格下跌，且电力供给恢复，氧化铝价格大幅回落。2022年以来，随着新增产能投产，氧化铝产能过剩情况进一步加剧，同时叠加需求整体偏弱影响，氧化铝价格呈下行态势，但受成本端支撑影响仍处于历史较高水平。

图4 近年国内氧化铝价格走势



资料来源：Wind

整体看，2021年以来原材料价格的上涨加大了企业成本控制压力。未来，具有资源及一体化产业链优势的企业将更具成本控制能力和抵御单一生产环节盈利水平波动所带来的经营风险的能力。

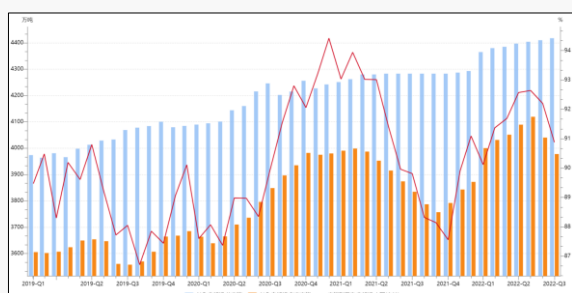
3. 市场供求情况

2021年，受经济复苏和能耗双控政策影响，电解铝供需处于紧平衡状态，价格大幅上涨。2022年以来，受新增产能投产以及需求偏弱影响，铝价有所下降，但仍处于历史较高水平。

电解铝供给方面，中国原铝产量占全球超过50%，国际原铝产量的增长主要来自中国。近

年来，中国电解铝总产能保持增长，但增幅逐渐放缓，截至2022年9月底，中国电解铝总产能4417.60万吨/年。在产产能方面，2019—2020年底，在产产能整体呈增长趋势；2021年一季度，随着海外需求复苏，国内电解铝在产产能保持高位；2021年二季度以来，受能耗双控和电网高负荷用电压力下拉闸限电的影响，广西、云南、青海等地区电力供应紧张，电解铝在产产能持续下降，年底受电力供应缓解在产产能回升至3792.10万吨/年，全年电解铝产能利用率维持在90%左右，处于较高水平。2022年1—7月，随着新建产能的投产，国内电解铝在产产能逐月提升；8月和9月，受云南丰水期来水偏枯影响，电解铝在产产能有所下降，产能利用率仍维持在90%以上。

图 5 近年中国电解铝产能及产能利用率情况



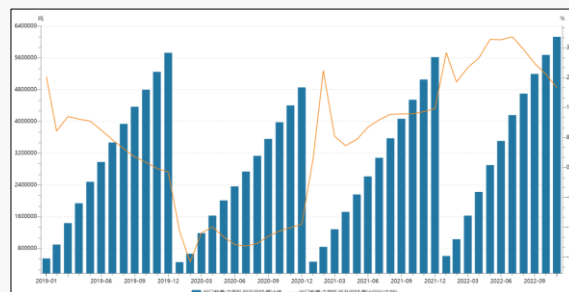
资料来源：Wind

电解铝需求方面，建筑地产仍是铝材最主要的消费领域，其次为交通运输、电线电缆和耐用消费品等工业领域。建筑地产方面，2021年房企加快项目结转回流资金，带动地产竣工面积同比大幅增长，地产用铝需求回升；但2022年以来，房地产投资持续下行，导致用铝需求有所下降。交通运输方面，2021年中国汽车产量和新能源汽车产量分别同比增长4.80%和145.60%；2022年1—11月中国汽车产量和新能源汽车产量分别同比增长5.60%和100.50%。新能源汽车行业呈高速增长态势，对铝材需求形成有力支撑。

出口方面，2021年，随着各国疫苗的陆续推出以及财政和货币政策刺激，全球经济重启，对铝材出口形成一定拉动，中国未锻轧铝及铝

材的出口量为561.91万吨，同比增长15.70%。2022年1—11月，中国未锻轧铝及铝材的出口量延续增长态势，同比增长21.30%。

图 6 近年来中国铝材出口情况



资料来源：Wind

价格方面，2020年初受疫情影响，铝价快速下降。之后，随着全球经济重启以及多种经济刺激政策的释放，电解铝供需处于紧平衡状态，铝价大幅反弹，涨势延续至2021年底有所回落，但仍处于较高水平。2021年底，上海期货铝价及LME铝价分别为20420.00元/吨和2806.00美元/吨，较2020年底分别上涨31.95%和41.86%。2022年一季度，俄乌冲突推动大宗商品价格上涨以及国外电解铝企业面临减产可能，导致铝价快速回升，但二季度以来受国内新增产能投产以及下游需求偏弱影响，铝价呈波动下降趋势。

图 4 铝价格变动情况



资料来源：Wind

4. 行业政策

电解铝为高能耗、高碳排放产品，随着“碳达峰、碳中和”目标的推进，电解铝用能结构或将重塑。

自备电厂方面，2020年3月国家发改委、国家能源局联合印发《省级可再生能源电力消纳

保障实施方案编制大纲的通知》，明确要求拥有自备电厂的企业需要承担与其年用电量相对应的可再生能源电力消纳权重，并对拒不履行消纳责任权重义务的拥有自备电厂的企业研究制定惩戒措施。另外，2018年3月国家发改委下发的《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》提到“自备电厂自2016年起欠缴的政府性基金及附加和系统备费，应于2018年末前缴清；2016年起欠缴的政府性基金及附加和系统备费应于本文件印发之日起3年内缴清；个别数额较大、确有困难的地方给予一定宽限期”。截至2021年底，关于燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案，国家发改委尚未下发正式文件。

外购电方面，2021年8月，发改委发布了《关于完善电解铝行业阶梯电价政策的通知》，完善阶梯电价分档和加价标准，严禁对电解铝行业实施优惠电价政策，鼓励电解铝企业提高风电、光伏发电等非水可再生能源利用水平，减少化石能源消耗。

能耗方面，2021年10月，发改委发布了《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，目标指出到2025年，通过实施节能降碳行动，电解铝达到标杆水平的产能比例超过30%；到2030年，电耗基准水平和标杆水平进一步提高，达到标杆水平企业比例大幅提升。2022年，电解铝电耗的基准水平和标杆水平分别为13350千瓦时/吨和13000千瓦时/吨。

中国承诺2030年实现“碳达峰”、2060年实现“碳中和”。电解铝是高耗能、高碳排放行业，用电结构以火电为主，低碳能源占比低，未来面临较大的减碳压力。目前中国电解铝产能逐渐从新疆、山东等以火电为主的地区向云南、四川等水电富集区转移。在“碳达峰、碳中和”背景下，水电成本将更具成本优势，北铝南移进程有望加速。

5. 行业关注

电力成本影响

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，按照《铝行业规范条件》生产1吨电解铝最高消耗电力13500千瓦时和1.92吨氧化铝；电解铝的原料成本构成中，电力约占45%。电力的消耗对铝行业的成本控制具有重要影响。未来，随着自备电厂政策的逐步收紧以及“碳达峰、碳中和”目标的推进，山东等地区主要依赖自备电厂成本优势的企业将面临较大的成本压力。

铝资源对外依存度

中国铝土矿对外依存度始终维持高位，虽然电解铝年产量占世界产量一半以上，但是仍未对铝土矿形成较强的议价能力而处于价格的被动接受地位，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业整体竞争实力的增强。另外，尽管部分生产商为了保证自身资源供应，在铝土矿资源丰富的国家进行了相关投资，但这种方式同时也增加了自身面临的政治、汇率等风险。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年9月底，公司注册资本和实收资本均为117.59亿元。其中，宏桥香港持有公司94.52%的股权，为公司控股股东；张波先生、张红霞女士及张艳红女士为公司共同实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司作为中国主要的铝生产企业之一，在生产规模、成本控制、产业链布局及产业集群效应等方面具有很强的综合竞争优势。

截至2022年9月底，公司山东地区拥有邹平、滨州、魏桥、惠民、阳信、沾化、博兴及北海8个生产基地。山东地区生产基地相互间的距离在80公里内，均处于铝产业集群范围内；另外公司云南地区电解铝已有107.40万吨/年产能投产。截至2022年9月底，公司电解铝年产能合计645.90万吨/年，行业内排名前列。

在氧化铝和铝矾土供应方面，公司为了保证氧化铝的供给，与几内亚、澳大利亚等国家

的企业签署了采购铝矾土的长期合同。此外，公司在几内亚参股投资建设了铝矾土项目。截至 2022 年 9 月底，公司氧化铝年设计产能为 1500 万吨/年，可满足生产所需。电力供应方面，公司拥有自备电厂和自建输电网。除云南基地外其他所有生产基地由自建电网连接，集中供电，运营效率高。公司的电力系统可持续稳定供应生产，自发电供应可有效降低电力成本。2021 年，公司电力自给率为 62.52%。在原材料成本方面，大规模的生产使公司在原材料、能源等购买方面具有较强的议价能力。

在运输成本方面，公司外购氧化铝主要从当地铝产业集群内企业购买，液态铝合金直接从公司的生产车间运往产业集群内企业。运输距离较短降低了公司的运输成本。

在下游销售方面，公司采用液态铝合金的销售方式，在节约了下游厂商的重熔成本的同时，还节约了公司的熔铸成本，因此吸引了许多铝材制造企业在公司附近投资建厂。

3. 过往债务履约情况

公司过往履约记录良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：913716006138582965），截至 2022 年 10 月 9 日，公司无未结清的不良类或关注类贷款记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、主要管理制度和高级管理人员未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，随着公司产品价格的快速上涨，公司收入和毛利率水平均明显增长。2022 年 1—9 月，公司主要产品销售均价提升带动主营业务收入持续增长，但受原材料价格增幅较大影响，毛利率同比大幅下降。

公司主要从事氧化铝、液态铝合金、铝合金锭及铝深加工产品的生产和销售。公司目前生产基地主要位于滨州铝产业集群内，下游客户集中在公司附近，下游客户为了节约生产成本，选择以液态铝合金形式购买公司的铝产品。与铝合金锭相比，液态铝合金不仅使公司和客户避免铸造及再熔炼成本，也使双方节省了铝合金锭储存成本。液态铝合金和铝合金锭收入合计占比常年维持在 75% 以上，系公司主要收入来源。2021 年随着公司主要产品液态铝合金、铝合金锭和铝深加工产品销售均价快速上涨，公司各细分板块收入均出现不同程度增长，推动主营业务收入大幅增长，同比增长 33.48%。公司另有蒸汽产品业务，该业务收入占比较小。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

主要产品	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
液态铝合金	593.42	72.79	19.68	593.63	70.58	25.09	794.72	70.78	29.30	653.69	67.18	18.73
氧化铝	98.67	12.10	17.45	114.53	13.62	14.22	147.48	13.14	20.85	126.37	12.99	17.26
铝深加工产品	91.05	11.17	21.76	87.81	10.44	21.61	125.24	11.15	23.80	105.01	10.79	18.90
铝合金锭	25.49	3.13	17.58	38.94	4.63	18.88	48.41	4.31	26.43	82.49	8.48	13.48
蒸汽	6.63	0.81	1.19	6.19	0.74	4.93	6.87	0.61	-37.62	5.44	0.56	-22.67
合计	815.25	100.00	19.43	841.11	100.00	22.81	1122.72	100.00	27.05	973.00	100.00	17.88

资料来源：公司提供

从主营业务毛利率构成来看，液态铝合金业务为公司利润的主要来源。2021 年，公司主

营业务毛利率同比增加 4.24 个百分点，主要系除蒸汽业务外其余业务毛利率均实现不同程度

增加所致。细分板块看，公司液态铝合金和铝合金锭由于销售价格快速上涨，毛利率分别同比提升 4.21 个百分点和 7.55 个百分点；氧化铝和铝深加工产品由于销售价格和销量均同比上涨，毛利率分别提升 6.63 个百分点和 2.19 个百分点。2021 年，公司蒸汽业务毛利率同比由正转负，为-37.62%，主要系煤炭价格快速上涨，收入和成本倒挂所致。

2022 年 1—9 月，公司实现主营业务收入 973.00 亿元，同比增长 19.16%，主要系公司产品价格处于相对高位运行所致；主营业务毛利率为 17.88%，同比下降 14.19 个百分点，主要系原材料价格大幅上涨所致。

2. 原材料采购

公司铝产品业务原材料供货渠道较为稳定，能够保障公司生产经营需求，铝土矿对海外进口依赖程度较高。跟踪期内，受公司逐步向云南搬迁产能影响，公司电力自给率和氧化铝自给率均持续下降；同时，随着大宗商品价格快速上涨，公司主要原材料氧化铝、外购电力、电煤和阳极炭块采购价格均出现快速上涨，给公司成本控制带来一定压力。

液态铝合金生产原材料主要包括氧化铝、电力和阳极炭块等，其中氧化铝和电力成本占公司铝合金生产成本的 80% 左右。

表 4 公司原材料采购金额（单位：亿元）

原材料	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
铝矾土	193.03	157.74	116.78	159.35
氧化铝	26.75	28.24	59.96	61.82
阳极炭块	75.24	68.16	105.69	131.14
电力外购	49.65	96.78	128.44	132.44
电煤	163.51	126.60	246.08	186.77

注：煤炭采购为招标采购模式，采购煤炭全部用于供应电力
资料来源：公司提供

电力方面，公司电力以自给为主，部分需要外购。为降低用电成本，公司拥有自备热电厂。受部分产能搬迁至云南需外购电力影响，公司电力自给率持续下降。截至 2022 年 9 月底，公司装机容量为 992 万千瓦，电力自给率

为 56.69%。为解决缺口电力供给问题，公司对邹平滨能能源科技有限公司（以下简称“滨能能源”）投资 22.50 亿元，并与其达成长期供应电力的战略合作。跟踪期内，随着电力自给率下降，电力外购量保持增长。2021 年，随着煤炭价格快速上涨，公司电煤采购均价同比增长 76.00%，电力外购均价同比增长 28.37%。2022 年 1—9 月，公司电煤采购均价同比增长 25.45%，电力外购均价同比增长 32.03%，公司自发电成本和外购电成本基本持平。电力自给率的持续下滑以及电煤价格和电力外购价格快速上涨对公司成本控制带来一定压力。

表 5 公司电力供应情况（单位：%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
自给率	81.81	63.68	62.52	56.69

资料来源：公司提供

氧化铝采购方面，公司氧化铝以自产为主，部分需要外购。自产氧化铝在进一步延伸产业链的同时有效降低了氧化铝的采购成本，从而提高公司成本控制能力；受向云南搬迁产能影响，公司氧化铝自给率持续下降，但仍属于高位。外购氧化铝方面，产业集群内独立供货商为公司主要的氧化铝供应商。由于部分氧化铝跟电解铝产区不在同一个区域，为节约生产成本，公司仍外购部分氧化铝。采购单价方面，公司与产业集群内独立供货商相邻，有效的节省了运输成本，同时公司每年采购量超过 100 万吨，获得了一定的价格折扣，进一步降低了采购成本，公司氧化铝采购平均价格与市场价格走势一致。2021 年，公司氧化铝采购金额大幅增长 112.33%，主要系氧化铝自给率下滑、公司氧化铝对外销售业务增加以及氧化铝采购均价快速上涨共同影响所致。2022 年 1—9 月，公司氧化铝外部采购量和采购价格均保持增长。

表 6 公司氧化铝自给率情况（单位：%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
自给率	89.14	87.18	77.97	73.01

资料来源：公司提供

氧化铝的原材料主要为铝矾土，公司主要从几内亚和澳大利亚等国家进口铝矾土。从采购量来看，2021 年，公司铝矾土采购量同比下降，主要系 2018 年因中美贸易摩擦公司为保证生产需要采购大量铝矾土导致库存大幅增加，公司需要消耗 2018 年的库存，此外公司根据实际需求进行采购。2021 年，铝土矿采购均价同比下降 7.68%，主要系公司铝矾土库存周期较长，同时关联方铝矾土采购占比较大导致铝矾土价格整体较为平稳，但是受汇率影响导致采购价格有所下降。2022 年 1—9 月，随着铝土矿库存消耗下降，公司加大铝土矿采购，其采购量同比增长 24.95%，同时受市场行情影响，采购均价同比增长 36.07%。

阳极炭块采购方面，公司一般从当地的炭素加工厂等进行采购，通过供货商竞价投标方式进行。2021 年，由于公司铝产品产量比较稳定，阳极炭块采购量亦比较稳定；受煤炭价格快速上涨影响，阳极炭块采购价格快速上涨；受上述因素影响，公司阳极炭块采购金额 2021 年同比大幅增长 55.06%。2022 年 1—9 月，公司阳极炭块采购量同比增长 9.05%，采购均价同比增长 65.22%。

从采购集中度看，2021 年，公司前五大供应商采购金额占总采购金额的 42.15%，同时对第一和第二大供应商采购金额合计占比为 28.67%，且均为关联方采购，原材料供应的稳定性较强。2022 年 1—9 月，公司前五大供应商集中度为 35.12%。

表 7 公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商名称	采购金额	占比	是否为关联方
2021 年	供应商 1	122.05	18.17	是
	供应商 2	70.52	10.50	是
	供应商 3	39.03	5.81	否
	供应商 4	26.32	3.92	否
	供应商 5	25.19	3.75	否
	合计	283.10	42.15	--
2022 年 1—9 月	供应商 1	109.06	14.00	是
	供应商 2	94.49	12.13	是

	供应商 3	27.95	3.59	否
	供应商 4	24.20	3.11	否
	供应商 5	17.80	2.29	是
	合计	273.51	35.12	--

资料来源：公司提供

3. 产品生产

跟踪期内，公司电解铝和铝深加工产品产能无变化；受公司向云南搬迁产能影响，公司云南地区电解铝产能增加。公司业务模式比较成熟，电解铝产能利用率保持在高水平。

公司目前生产基地主要位于山东省滨州地区铝产业集群范围内，所处地理位置优越，交通网络发达。在便利的交通以及较大生产规模的条件下，公司可以快速并以较低成本将产品发送给客户。目前公司正在逐步向云南搬迁电解铝产能，但受等量置换影响，公司电解铝产能无变化，截至 2022 年 9 月底，公司电解铝产能为 645.90 万吨/年（其中山东地区合计产能 538.50 万吨/年，云南地区产能为 107.40 万吨/年）；云南区域产能复制山东“铝水不落地”模式，主要产品为液态铝合金和铝合金锭。同期，公司铝深加工产能亦无变化，截至 2022 年 9 月底为 99 万吨/年。公司电解铝产能利用率维持在 90%左右。铝深加工产品产能利用率在 60%~70%之间。

产量方面，2021 年，公司铝产品产量同比较为稳定。细分产品看，2021 年公司液态铝合金产量小幅增长，铝合金锭产量小幅下降；随着市场不断开拓，铝深加工产品订单量增加，带动铝深加工产品产量增长。2022 年 1—9 月，受益于云南产能释放，公司主要产品产量同比有所增长。

表 8 公司铝产品生产情况

（单位：万吨/年、%、万吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
电解铝期末产能	645.90	645.90	645.90	645.90
其中云南区域	--	10.50	21.00	107.40
电解铝产能利用率	87.38	87.04	87.22	92.69
铝产	液态铝合金	539.85	525.58	530.18
	其中云南区域	--	1.78	10.26

品 产 量	铝合金锭	24.47	36.07	32.54	46.33
	其中云南区域	--	0.20	4.44	13.35
	铝母线	0.04	0.56	0.62	0.84
	其中云南区域	--	--	0.62	0.84
	铝深加工产品	63.00	62.23	67.20	48.09
	其中云南区域	--	--	--	--
	合计	627.36	624.43	630.54	497.12

注：液态铝合金及铝合金锭产量数据包含自用于深加工的部分
资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司电解铝业务具备规模优势，同时拥有较完善的销售渠道。2021年以来受大宗商品价格快速上涨影响，公司主要产品液态铝合金、铝合金锭、铝深加工产品销售价格均快速上涨。公司销售集中度较高，存在一定的客户集中风险。

公司设立多个销售及营销团队，覆盖东北、华南、华东及华北地区，销售人员负责在各自所在的地区进行销售及营销活动，同时加强与现有客户的关系并发展与潜在客户的关系；制定月度销售计划及向客户收回应收款项。公司液态铝客户主要集中在滨州地区，液态铝运输半径在 50 公里以内。由于公司液态铝合金的销售模式既节约了公司铸造成本，又减少了下游厂商的重熔成本，周边下游企业与公司的合作粘性强。

表 9 公司产品销售和产销率情况

(单位：万元/吨、万吨、%)

产品		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
液态铝合金	销售均价	1.22	1.25	1.67	1.80
	销量	484.82	474.92	475.53	364.07
	产销率	89.81	90.36	89.69	90.60
铝合金锭	销售均价	1.21	1.25	1.63	1.80
	销量	21.01	31.09	29.68	45.77
	产销率	85.88	86.21	91.22	98.79
铝深加工产品	销售均价	1.46	1.46	1.91	2.23
	销量	62.33	60.11	65.66	47.09
	产销率	98.93	96.59	97.70	97.91

注：1. 液态铝合金及铝合金锭销量数据未包含自用于深加工的部分；2. 销售均价为不含税价格

资料来源：公司提供

从产品销量看，2021 年，公司液态铝合金销量同比保持稳定。公司实行以产定销的生产模式，产销率基本维持在 90%左右，但产销率未达到 100%，主要系公司将部分液态铝及铝合金锭自用于铝深加工产品所致。2021 年，公司铝深加工产品销量同比增长，主要系公司开拓铝深加工产品市场，订单量增加所致。2022 年 1-9 月，受市场需求影响，公司铝合金锭销量同比大幅增长。

产品销售价格方面，2021 年以来，公司液态铝合金、铝合金锭和铝深加工产品销售均价涨幅很大，主要系全球大宗商品市场价格快速上涨所致。同时，随着相关产品市场需求强劲，公司对铝产品账期进行调整，增加预收货款。

从客户集中度看，2021 年，公司对前五大客户实现销售收入占比为 57.75%，同时对第一大客户销售占比较高。公司销售集中度较高，一定程度上降低了销售费用，但公司与相关大客户的合作关系的变动易对公司经营业绩的稳定性产生不利影响。2022 年 1-9 月，公司客户集中度较 2021 年变化不大。

表 10 公司前五大客户销售情况 (单位：亿元、%)

年份	客户	销售金额	占比	是否为关联方
2021 年	客户 1	438.28	39.04	否
	客户 2	76.76	6.84	否
	客户 3	70.92	6.32	否
	客户 4	34.19	3.05	否
	客户 5	28.17	2.51	否
	合计	648.32	57.75	--
2022 年 1-9 月	客户 1	379.82	39.04	否
	客户 2	52.75	5.42	否
	客户 3	43.55	4.48	否
	客户 4	34.60	3.56	否
	客户 5	27.28	2.80	否
	合计	537.99	55.29	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司经营效率处于行业中等水平。

从经营效率指标看，2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数

分别为 5.91 次、4.00 次和 0.66 次。与同行业其他企业相比，公司经营效率整体处于行业中等水平。

表 11 2021 年同行业公司经营效率指标对比

(单位: 次)

公司名称	应收账款 周转率	存货 周转率	总资产周 转率
山东宏桥新型材料有限公司	12.67	4.00	0.66
中国铝业股份有限公司	69.05	12.54	1.39
云南铝业股份有限公司	422.37	10.08	1.06

注: 为增强数据可比性, 所有数据均选自 Wind, Wind 和联合资信计算公式略有差异

资料来源: Wind

6. 关联交易

2021 年, 公司关联交易仍保持较大规模, 主要系采购原材料发生的关联交易, 以及融资产生的担保和资金拆入, 需关注公司关联交易对其独立性带来的不利影响。

2021 年, 公司关联交易规模较大, 关联交易主要系采购原材料、担保、资金拆入产生的关联交易; 此外公司亦有销售商品和提供劳务及关联方出租、承租等产生的关联交易, 但金额较小。

2021 年, 公司购买商品和接收劳务产生的关联交易合计金额占营业成本比例在 20% 以上; 交易对手主要为滨能能源、GTS GLOBAL TRADING PTE LTD 和中国宏桥, 公司主要从滨能能源采购电力, 从 GTS GLOBAL

TRADING PTE LTD 和中国宏桥采购铝矾土, 从山东创新炭材料有限公司采购阳极炭块。公司从上述交易对手主要采购公司生产经营所需的主要原材料铝矾土、阳极炭块和电力原材料。公司向 GTS GLOBAL TRADING PTE LTD、中国宏桥和山东创新炭材料有限公司采购交易价格定价基准均为市场价, 向滨能能源采购电力价格为协议价。

关联担保和资金拆入方面, 公司因业务发展需要向关联方借款, 按照市场价格支付利息, 并对关联方提供担保。2021 年, 公司主要与中国宏桥、山东魏桥创业集团有限公司和山东宏桥融资租赁有限公司进行担保和资金拆入。

表 12 公司主要关联交易情况 (单位: 亿元、%)

项目	关联交易金额		
	2019 年	2020 年	2021 年
购买商品/接收劳务	157.79	190.02	209.57
占营业成本比例	23.84	28.88	25.17
销售商品/提供劳务	33.26	8.72	0.84
占营业总收入比例	3.97	1.01	0.07
关联担保-作为被担保方	98.50	195.75	106.73
关联担保-作为担保方	22.63 亿美元	9.28 亿美元	5.15 亿美元
关联资金拆入	82.73	69.87	39.86
关联资金拆出	--	--	--

注: 1. 本表中数据除非表明货币单位, 否则单位统一为亿元; 2. 本表中如果统计数据涉及到不同单位的, 按照报表当日汇率换算, 2019 年 12 月 31 日港币兑人民币汇率为 1 港元=0.8946 人民币, 1 美元=6.9762 人民币; 2020 年 12 月 31 日港币兑人民币汇率为 1 港元=0.8444 人民币, 1 美元=6.5454 人民币

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

表 13 公司主要关联交易对手概况 (单位: 亿元)

项目	主要交易对手	关联交易金额		
		2019 年	2020 年	2021 年
购买商品/接收劳务	GTS GLOBAL TRADING PTE LTD	93.44	81.78	70.52
	邹平滨能能源科技有限公司	22.67	95.80	122.06
	山东创新炭材料有限公司	2.48	6.50	14.26
	中国宏桥集团有限公司	31.46	--	0.45
关联担保-公司为担保方	中国宏桥集团有限公司	22.63 亿美元	9.28 亿美元	5.15 亿美元
关联方担保-公司为被担保方	山东魏桥创业集团有限公司	5.98	15.98	9.60
	中国宏桥集团有限公司	--	179.77	97.13
关联资金拆入	中国宏桥集团有限公司	5.46 亿美元	1.85 亿美元	24.83
	中国宏桥集团有限公司	19.68 亿港币	19.68 亿港币	--
	中国宏桥集团有限公司	3.88 亿美元	3.88 亿美元	--
	山东宏桥融资租赁有限公司	--	--	15.02

注: 本表中数据除非表明货币单位, 否则单位统一为亿元; GTS GLOBAL TRADING PTE LTD 为中国宏桥投资的几内亚铝矿公司

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

7. 在建工程及未来发展

公司在建项目较多，但未来投资压力尚可。
公司未来的经营思路稳健，发展战略清晰。

在建项目方面，截至 2022 年 9 月底，公司在建工程主要是云南省绿色铝创新产业园项目、中德再生循环产业园项目、渤海科创城产业园项目、轻量化项目及部分技改项目。

云南省绿色铝创新产业园项目于 2019 年 11 月开工建设，分两期建设，边建设边投产。项目建设预计总投资 112.14 亿元，截至 2022 年 9 月底，一期 108.00 万吨/年产能已基本完工，由于项目新投产，新增产能尚未完全释放。二期建设阶段也基本完成，预计 2023 年上半年可

以达到投产状态。

渤海科创城产业园项目是一个打造人才培养、科技研发创新、科学实验、产业服务及科技金融服务等的综合平台，拟构建创新型校企合作模式，该项目预计投资总额 55.00 亿元。公司与德国舒尔茨集团拟共建中德再生循环产业园，在再生铝、报废汽车及白色家电回收、电池回收等领域共同研发及生产，该项目预计投资总额 14.18 亿元。公司其他项目以轻量化项目和技改项目为主。上述项目预算投资总计 90.66 亿元，截至 2022 年 9 月底已完成投资 41.23 亿元，尚需投资 49.43 亿元。整体看，公司未来资本支出压力尚可。

表 14 截至 2022 年 9 月底公司产能置换项目基本情况（单位：亿元）

项目	预计总投资额	资金来源		截至 2022 年 9 月底已投金额	未来三年投资计划		
		自有资金	外部筹资		2022 年 10—12 月	2023 年	2024 年
云南省绿色铝创新产业园（一期、二期合计 203 万吨）	112.14	60.00	52.14	90.35	4.97	11.21	5.61

资料来源：公司提供

表 15 截至 2022 年 9 月底公司其他在建项目情况（单位：亿元）

项目	预算总投资	截至 2022 年 9 月底已完成投资额	2022 年 10—12 月投资额	2023 年计划投资额	2024 年计划投资额	资金来源
轻量化挤压结构件项目	5.86	1.73	2.96	0.88	0.29	自有资金及外部筹资
轻量化全车身总成项目	6.12	2.71	1.26	1.22	0.92	自有资金及外部筹资
中德再生产业园项目	14.18	4.66	1.72	4.96	2.84	自有资金及外部筹资
渤海科创城产业园项目	55.00	24.50	3.00	13.75	13.75	自有资金
自备电厂环保改造	2.50	2.27	0.23	/	/	自有资金
电解铝环保改造	3.90	3.80	0.10	/	/	自有资金
职工生活区及其他	3.10	1.56	1.54	/	/	自有资金
合计	90.66	41.23	10.82	20.81	17.80	—

资料来源：公司提供

未来，公司将围绕轻量化发展方向，向产业高端延伸。公司将在完善自身产业链和供应链的同时，参与国际分工，加快国际产能合作。同时，公司计划参与光伏、风电等新能源项目，有效降低碳排放量及打造友善生态的生产环境。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年度合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务

报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2022 年三季度财务报表未经审计。

公司合并范围方面，2021 年，公司合并范围内增加子公司 26 家，不再纳入合并范围子公司 3 家。2022 年 1—9 月，公司合并范围新增子公司 15 家。截至 2022 年 9 月底，公司合并范围内子公司共计 87 家。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司合并资产总额1787.00亿元，所有者权益合计954.81亿元（含少数股东权益45.90亿元）；2021年，公司实现营业总收入1159.68亿元，利润总额224.91亿元。

截至2022年9月底，公司合并资产总额1914.86亿元，所有者权益1058.22亿元（含少数股东权益47.47亿元）；2022年1—9月，公司实现营业总收入997.83亿元，利润总额135.27亿元。

2. 资产质量

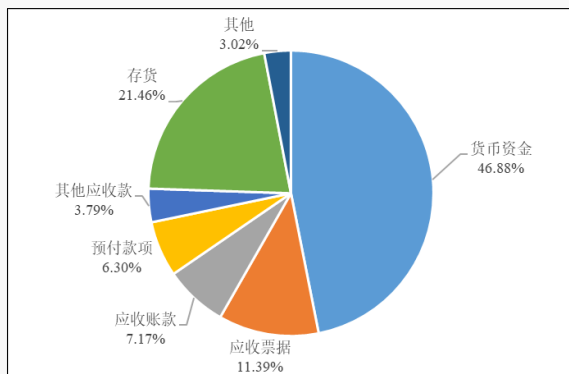
公司资产规模持续增长，资产结构中流动资产占比较高。流动资产中货币资金及应收票据规模大，但货币资金的使用效率较低；非流动资产中固定资产规模大，与生产型企业的性质匹配。公司资产受限比例较低。

截至2021年底，公司合并资产总额1787.00亿元，较上年底增长3.50%。其中，流动资产占58.06%，非流动资产占41.94%。公司资产结构中流动资产占比较高，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产1037.60亿元，较上年底增长5.45%，主要系货币资金、应收票据和存货增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图5 截至2021年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司货币资金486.43亿元，较上年底增长5.32%。货币资金主要由银行存款

（占96.66%）构成。货币资金受限金额为16.41亿元，受限比例为3.37%，主要为保证金。公司货币资金规模大，但利息收入金额小，货币资金使用效率较低。

截至2021年底，公司应收票据118.19亿元，较上年底增长29.06%，主要系营业总收入增长所致。公司应收票据全部为银行承兑票据。

截至2021年底，公司应收账款账面价值74.38亿元，较上年底下降31.53%，主要系公司调整铝产品账期所致。应收账款账龄以一年内为主（占99.86%）；累计计提坏账准备1.13亿元，计提比例为1.49%；应收账款前五大欠款方合计金额为31.08亿元，占比为41.17%，集中度较高。

截至2021年底，公司预付款项65.37亿元，较上年底增长33.11%，主要系原材料价格快速上涨，公司预付供应商货款增加所致。预付款项账龄以一年内为主（占99.65%）。

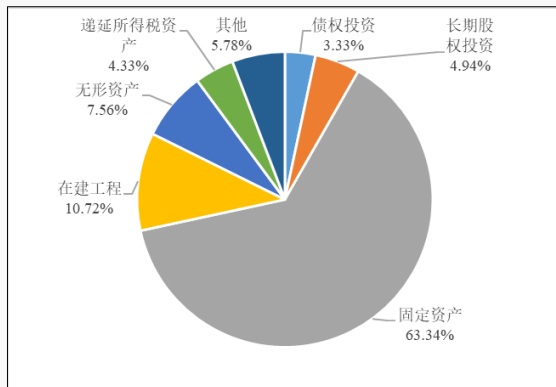
截至2021年底，公司其他应收款39.30亿元，较上年底下降16.22%，主要系应收电厂处置款和电解铝厂处置款减少所致。其他应收款主要由关联方往来款（占73.25%）和保证金（占22.10%）构成。账龄以一年内为主（占77.59%）；累计计提坏账准备0.40亿元，计提比例为1.00%；其他应收款前五大欠款方合计金额为36.46亿元，占比为91.85%，集中度高。

截至2021年底，公司存货222.64亿元，较上年底增长15.21%，主要系原材料和在产品增加所致。公司存货主要由原材料（占42.55%）、在产品（占35.59%）和在途物资（占18.81%）构成，库存商品占比很低，主要系库存商品以液态铝为主，按订单生产后即运往下游客户，产品的性质特点决定公司存货中库存商品较少；累计计提跌价准备0.91亿元，计提比例为0.41%。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产749.40亿元，较上年底增长0.92%，公司非流动资产构成如下图所示。

图 6 截至 2021 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司债权投资24.99亿元。该债权投资收到现金红利为1.77亿元。

截至2021年底，公司长期股权投资37.01亿元，较上年底下降16.73%，主要系公司收购北京宏华智达科技发展有限公司股权后纳入公司合并范围，核算方法由权益法改为成本法和处置苏州奥杰汽车股份有限公司所致。公司期末金额较大的长期股权投资主要包括对滨能能源、轻量化（山东）投资合伙企业（有限合伙）和北京宏华科创一号企业管理合伙企业（有限合伙）的投资，公司长期股权投资主要系对电力公司和投资于铝产品研究和开发业务的基金的投资，有利于延伸产业链，提高公司研发能力。2021年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益为-0.32亿元，主要系对滨能能源确认的投资收益。

截至2021年底，公司固定资产474.65亿元，较上年底下降11.53%，主要系公司处置固定资产（之前关停资产）13.24亿元和计提折旧所致。固定资产主要由房屋建筑物（占43.70%）和机器设备（占55.39%）构成；累计计提减值准备36.73亿元；累计计提折旧365.42亿元，固定资产成新率为54.13%，成新率一般。

截至2021年底，公司在建工程80.34亿元，较上年底增长126.67%，主要系云南电解铝项目增加投资27.67亿元以及新增对渤海科创城产业园项目15.15亿元投资所致。在建工程计提减值准备0.59亿元。

截至2021年底，公司无形资产56.63亿元，较上年底增长1.86%。公司无形资产主要由土地使用权（占99.45%）构成；累计摊销7.33亿元；无形资产计提减值准备0.79亿元。

截至2021年底，公司递延所得税资产32.43亿元，较上年底增长4.58%。公司递延所得税资产由未实现内部销售利润和固定资产减值准备扣除折旧影响形成的递延所得税资产。

截至2022年9月底，公司合并资产总额1914.86亿元，较上年底增长7.15%，主要系其他应收款和存货增长所致。其中，其他应收款较上年底增长224.52%至128.44亿元，主要系应收中国宏桥借款大幅增长所致；存货较上年底增长34.19%至298.77亿元，主要系原材料价格增长所致。公司资产构成较上年底变化不大。

截至2022年9月底，公司资产受限情况如下表所示，资产受限比例较低。

表 16 截至 2022 年 9 月底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

项目	受限金额	受限比例	受限原因
货币资金	17.02	0.89	保证金
应收票据	1.34	0.07	质押
固定资产	59.58	3.11	借款担保抵押
无形资产	4.95	0.26	借款抵押担保，为本集团（山东宏桥）提供担保
合计	82.89	4.33	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

公司所有者权益持续增长，2021年公司引入战略投资者以及利润留存带动所有者权益大幅增长，但权益结构稳定性有待提高。公司债务负担持续下降，但有息债务期限结构偏短期，债务结构有待改善。

（1）所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益954.81亿元，较上年底增长28.68%，主要系引入战略投资者和利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.19%，少数股东权益占比为4.81%。在归属于母公司所有者权益中，实收资

本、资本公积和未分配利润分别占12.94%、6.20%和77.46%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性有待提高。

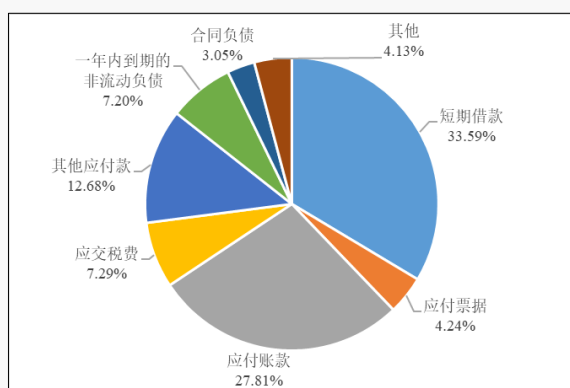
截至2022年9月底，公司所有者权益1058.22亿元，较上年底增长10.83%，主要系未分配利润增长所致，权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

截至2021年底，公司负债总额832.19亿元，较上年底下降15.47%，主要系一年内到期的非流动负债和应付债券减少所致。其中，流动负债占69.52%，非流动负债占30.48%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至2021年底，公司流动负债578.54亿元，较上年底下降21.24%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债构成如下图所示。

图7 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司短期借款194.35亿元，较上年底下降5.75%。短期借款主要由保证借款（占68.28%）和抵押借款（占15.88%）构成。

截至2021年底，公司应付票据24.56亿元，较上年底增长17.72%，主要系控股子公司宏创控股新增应付票据所致。

截至2021年底，公司应付账款160.91亿元，较上年底增长43.54%，主要系应付原材料款增加所致。应付账款账龄1年以内占99.14%。

截至2021年底，公司应交税费42.19亿元，较上年底下降5.38%，主要系应交系增值税减少

所致。

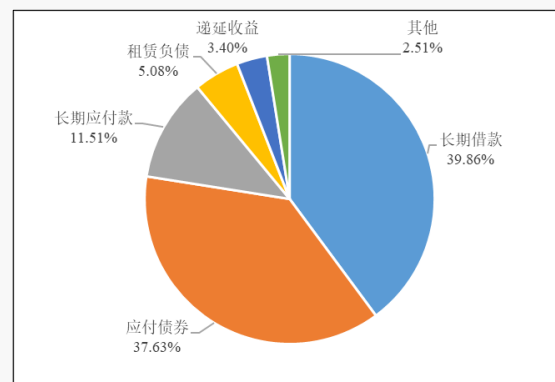
截至2021年底，公司其他应付款73.39亿元，较上年底增长11.14%，主要系增加对控股股东宏桥香港的其他应付往来款所致。其他应付款主要由设备款及工程进度款（占48.84%）、质保金（占15.06%）、应付关联方账款（占14.86%）和押金及保证金（占12.70%）构成。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债41.63亿元，较上年底下降84.33%，主要系一年内到期的应付债券兑付所致。

截至2021年底，公司合同负债17.65亿元，较上年底增长41.42%，主要系与销货合同有关的预收款项增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债253.64亿元，较上年底增长1.48%。公司非流动负债构成如下图所示。

图8 截至2021年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司长期借款101.11亿元，较上年底增长23.01%。公司长期借款主要由保证借款（占18.89%）、抵押借款（占63.31%）和信用借款（占17.80%）构成。

截至2021年底，公司应付债券95.45亿元，较上年底下降28.48%，主要系债券将于一年内到期重新分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至2021年底，公司长期应付款29.20亿元，较上年底增长15.64%，主要系中国宏桥的股东借款增加所致。

截至2021年底，公司租赁负债12.89亿元，较上年底变化不大。

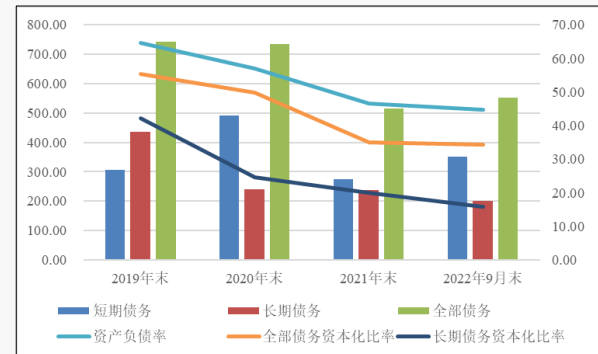
截至2021年底，公司递延收益8.62亿元，较上年底增长42.98%，主要系渤海科创城产业园项目新增政府补助3.00亿元所致。

截至2022年9月底，公司负债总额856.64亿元，较上年底增长2.94%。其中，流动负债占74.92%，非流动负债占25.08%。公司以流动负债为主，流动负债占比上升较快，主要系公司部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债以及本期发行多只短期融资券所致。

有息债务方面，截至2022年9月底，公司全部有息债务增至551.68亿元，较上年底增长7.25%，主要系债券融资增加所致。债务结构方面，短期债务占63.71%，长期债务占36.29%。从债务期限结构看，1年内到期的占63.71%，1~2年的占31.56%，2年以内有息债务合计占95.27%，公司有息债务期限结构偏短期。

债务指标方面，截至2022年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为44.74%、34.27%和15.91%，较上年底分别下降1.83个百分点、0.74个百分点和4.09个百分点。整体看，公司债务负担一般。

图9 近年来公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

表17 截至2022年9月底公司有息债务期限结构分布（单位：亿元）

项目	不考虑债券回售				
	1年内到期	1~2年到期	2~3年到期	3年以后	合计
短期借款	191.00	--	--	--	191.00
应付票据	22.34	--	--	--	22.34
其他流动负债中的有息部分	45.67	--	--	--	45.67
长期借款	81.87	22.53	4.21	3.20	111.81
应付债券	9.00	119.83	10.02	--	138.85
长期应付款中的有息部分	1.59	19.25	--	8.65	29.49
租赁负债	0.01	12.51	--	--	12.52
合计	351.49	174.12	14.23	11.85	551.68

注：长期应付款、长期借款、应付债券和租赁负债的数据均包含一年内到期的部分

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021年在大宗商品价格快速上涨行情下，公司盈利能力显著提升；2022年1—9月，公司收入规模保持增长，但利润总额同比大幅下降，主要系原材料价格增幅大于产品价格增幅所致。

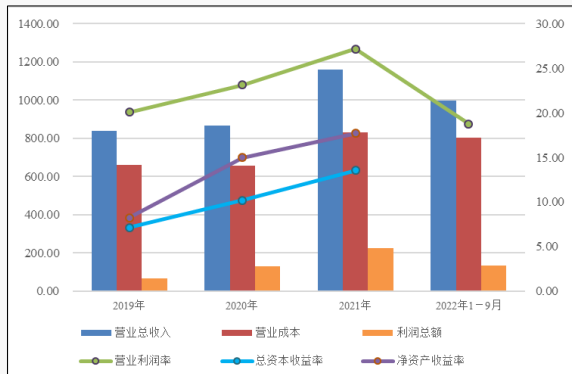
表18 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
营业总收入	838.16	867.17	1159.68	997.83
费用总额	81.14	68.88	69.73	56.52
其中：销售费用	4.49	0.35	0.46	0.46
管理费用	21.67	26.61	37.06	24.66

研发费用	8.00	7.03	8.28	15.98
财务费用	46.97	34.89	23.93	15.41
资产减值损失	-18.25	-6.05	-16.42	-1.64
投资收益	0.09	5.64	1.32	4.05
利润总额	68.31	131.92	224.91	135.27
营业利润率	20.07	23.15	27.20	18.79
期间费用率	9.68	7.94	6.01	5.66
总资本收益率	7.15	10.19	13.54	--
净资产收益率	8.25	15.01	17.71	--

资料来源：根据公司财务报表整理

图 10 近年来公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

经过多年的发展，公司主营业务的盈利模式较为成熟，随着产品价格上涨，公司营业利润率持续增长。2021年，公司营业利润率为27.20%，维持高位水平。

从期间费用看，2021年，公司期间费用以管理费用（占53.14%）和财务费用（占34.32%）为主；管理费用同比增长39.27%，主要系公司电解槽设备进入大修周期，维修费增加所致；财务费用为23.93亿元，同比下降31.43%，主要系公司有息债务规模明显下降所致。公司期间费用率为6.01%，期间费用控制能力同比提高。

非经常性损益方面，公司资产减值损失主要包括生产线的固定资产减值损失、存货跌价准备和商誉减值损失，2021年，公司资产减值损失规模较大，对利润形成一定侵蚀；投资收益为1.32亿元，主要系公司对中信信托有限责任公司的债权投资在持有期间取得的投资收益；其他收益为1.06亿元，全部为政府补助；营业外收入为1.48亿元，主要由原材料索赔款构成；营业外支出为6.98亿元，主要由碳排放权（4.25亿元）和对外捐赠（0.93亿元）构成。

在上述因素共同影响下，2021年，公司利润总额224.91亿元，同比大幅增长70.37%。

盈利指标方面，2021年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为13.54%和17.71%，分别同比增加3.35个百分点和2.70个百分点。公司整体盈利能力很强。同行业对比看，公司利润总额规模很大，盈利指标表现很好。

2022年1-9月，公司营业总收入同比增长18.43%，主要系公司产品价格高位运行所致；利润总额同比下降35.86%，营业利润率同比下降13.26个百分点，主要系原材料价格大幅上涨所致。

表 19 2021 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元、%）

公司名称	营业总收入	利润总额	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
山东宏桥新型材料有限公司	1159.68	224.91	28.19	14.25	17.71
中国铝业股份有限公司	2697.48	101.79	10.43	7.33	10.70
云南铝业股份有限公司	416.69	46.88	20.37	14.01	20.14

注：为增强数据可比性，所有数据均选自 Wind，Wind 和联合资信计算公式略有差异

资料来源：Wind

5. 现金流

跟踪期内，公司经营获现能力很强，经营活动现金流仍保持大规模净流入状态，且可满足投资活动需求。公司筹资活动现金流仍呈净流出状态。

表 20 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
经营活动现金流入小计	816.10	1112.23	1087.19
经营活动现金流出小计	650.84	830.23	961.92
经营活动现金流量净额	165.26	282.00	125.27

投资活动现金流入小计	27.55	34.89	2.69
投资活动现金流出小计	94.69	74.97	54.72
投资活动现金流量净额	-67.14	-40.09	-52.04
筹资活动前现金流量净额	98.13	241.91	73.23
筹资活动现金流入小计	457.49	500.46	218.73
筹资活动现金流出小计	516.62	718.68	303.72
筹资活动现金流量净额	-59.14	-218.21	-84.99
现金收入比	92.07	93.46	105.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流入量主要来自销售商品、提供劳务收到的现

金；经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2021年，公司经营活动现金流呈大规模净流入状态，经营活动现金净流入为282.00亿元，同比增长70.63%，主要系公司主要产品价格快速上涨，盈利能力大幅提升以及经营应付项目增加共同影响所致。同期，公司现金收入比持续增长，考虑到公司票据结算规模较大，公司经营获现能力很强。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入系公司对固定资产、无形资产和子公司处置收回的现金；公司投资活动现金流出主要系公司产能搬迁、新增项目投资以及金融投资；2021年，公司投资活动现金流呈净流出状态；但由于公司业务处于成熟期，经营获现能力很强，经营活动净现金流可以满足投资需求。

筹资活动现金流方面，2021年，公司筹资

活动现金流入同比小幅增长9.36%，主要为取得银行借款收到的现金；筹资活动现金流出同比增长39.11%，主要系偿还债务所致。受上述因素影响，公司筹资活动现金净流出218.21亿元，净流出量同比增长269.00%。

2022年1—9月，公司经营活动现金流量净额为125.27亿元，同比下降41.01%；投资活动现金流量净额为-52.04亿元；筹资活动现金流量净额为-84.99亿元。

6. 偿债指标

2021年，随着有息债务规模的下降以及很强的盈利能力和经营获现能力，公司短期和长期偿债指标表现均很好。公司对外担保比率不高，担保对象全部为关联企业。

表 21 公司偿债能力指标

项目	指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	142.73	133.95	179.35	177.68
	速动比率 (%)	109.22	107.64	140.86	131.13
	经营现金流动负债比 (%)	22.26	22.50	48.74	--
	经营现金/短期债务 (倍)	0.47	0.34	1.02	--
	现金短期债务比 (倍)	1.74	1.12	2.19	1.55
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	184.63	235.63	318.74	--
	全部债务/EBITDA (倍)	4.02	3.11	1.61	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.19	0.23	0.55	0.23
	EBITDA 利息倍数 (倍)	3.96	6.05	10.70	--
	经营现金/利息支出 (倍)	3.07	4.24	9.47	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2021年，受益于流动负债下降，流动比率、速动比率、经营现金流动负债比和现金短期债务比均较上年底有不同程度的增长。截至2022年9月底，公司流动比率和速动比率较上年底变化不大；受短期债务明显增长影响，现金短期债务比下降至1.55倍，但仍处于行业极高水平。整体看，公司短期偿债能力指标表现很好。

从长期偿债能力指标看，2021年，随着公司盈利能力增强，公司EBITDA同比大幅增长，EBITDA对有息债务本息保障能力提升。公司长

期偿债能力指标表现很好。

对外担保方面，截至2022年9月底，公司对外担保金额合计为34.83亿元，占公司当期净资产的3.29%，且为关联担保。

表 22 2022 年 9 月底公司对外担保情况 (单位: 亿元)

担保方名称	担保金额	担保期限
中国宏桥	30.88	3 年
中国宏桥	2.84	1 年
宏发韦立氧化铝公司	1.11	7 年
合计	34.83	--

资料来源：公司提供

截至 2022 年 9 月底，公司合并口径获得各合作银行人民币授信总额约为 612.49 亿元，未使用额度为 237.12 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产以货币资金、应收票据、其他应收款和长期股权投资为主，资产流动性尚可。母公司承担融资平台职能，目前债务负担一般。母公司主要从事贸易业务，自身盈利能力较弱。

截至 2021 年底，母公司资产总额 583.72 亿元，较上年底下降 11.58%。其中，流动资产 314.15 亿元（占 53.82%），非流动资产 269.56 亿元（占 46.18%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 37.98%）、应收票据（占 19.04%）、预付款项（占 4.49%）和其他应收款（合计）（占 35.36%）构成；非流动资产主要由债权投资（占 5.56%）、长期应收款（占 8.06%）和长期股权投资（占 86.28%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 119.31 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 271.47 亿元，较上年底下降 41.46%。其中，流动负债 235.33 亿元（占 86.69%），非流动负债 36.14 亿元（占 13.31%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 16.40%）、应付账款（占 19.90%）、其他应付款（合计）（占 38.81%）和一年内到期的非流动负债（占 16.39%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 44.82%）和应付债券（占 55.18%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 46.51%，较 2020 年底下降 23.74 个百分点。截至 2021 年底，母公司全部债务 128.41 亿元。其中，短期债务占 71.86%、长期债务占 28.14%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 29.14%。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 312.24 亿元，较上年底增长 58.97%。在所有者权益中，实收资本占 37.66%、资本公积占 18.08%、未分配利润 36.58%、盈余公积占 7.68%。

母公司主要从事部分液态铝、废品和废料的贸易销售。2021 年，母公司实现营业总收入 702.57 亿元，营业利润率 3.12%，利润总额 81.05 亿元，其中投资收益 68.67 亿元，同比增加 68.15 亿元，主要系成本法核算的长期股权投资收益大幅增长所致。

2021 年，母公司经营活动现金流净额为 35.37 亿元，投资活动现金流净额为 -15.11 亿元，筹资活动现金流净额为 -30.28 亿元。

截至 2022 年 9 月底，母公司资产总额 705.61 亿元，所有者权益为 311.63 亿元，母公司资产负债率 55.84%。2022 年 1—9 月，母公司营业总收入 339.99 亿元，同比下降 35.05%，营业利润率 1.27%，同比下降 2.35 个百分点，主要系贸易量下降以及营业成本大幅上升，整体毛利空间收窄所致。

十、债券偿还能力分析

公司 2023 年面临一定集中偿付压力，现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券的保障能力很强。

截至 2022 年底，公司合并口径存续债券余额共计 175.21 亿元。其中，2023 年面临到期或行权的债券余额为 115.21 亿元，为偿还债券本金峰值。2021 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对待偿债券本金峰值（115.21 亿元）的保障倍数很高。

表 23 截至 2022 年底公司存续债券到期分布情况
(单位: 亿元)

到期或行权年份	兑付金额
2023 年小计	115.21
其中: 公司本部	60.00
魏桥铝电	55.21
2024 年小计	60.00
其中: 公司本部	40.00
魏桥铝电	20.00
合计	175.21

注: 假设所有含权债券均于下一个行权日全额偿付; 魏桥铝电全称为山东魏桥铝电有限公司
资料来源: Wind, 联合资信整理

表 24 公司存续债券保障情况

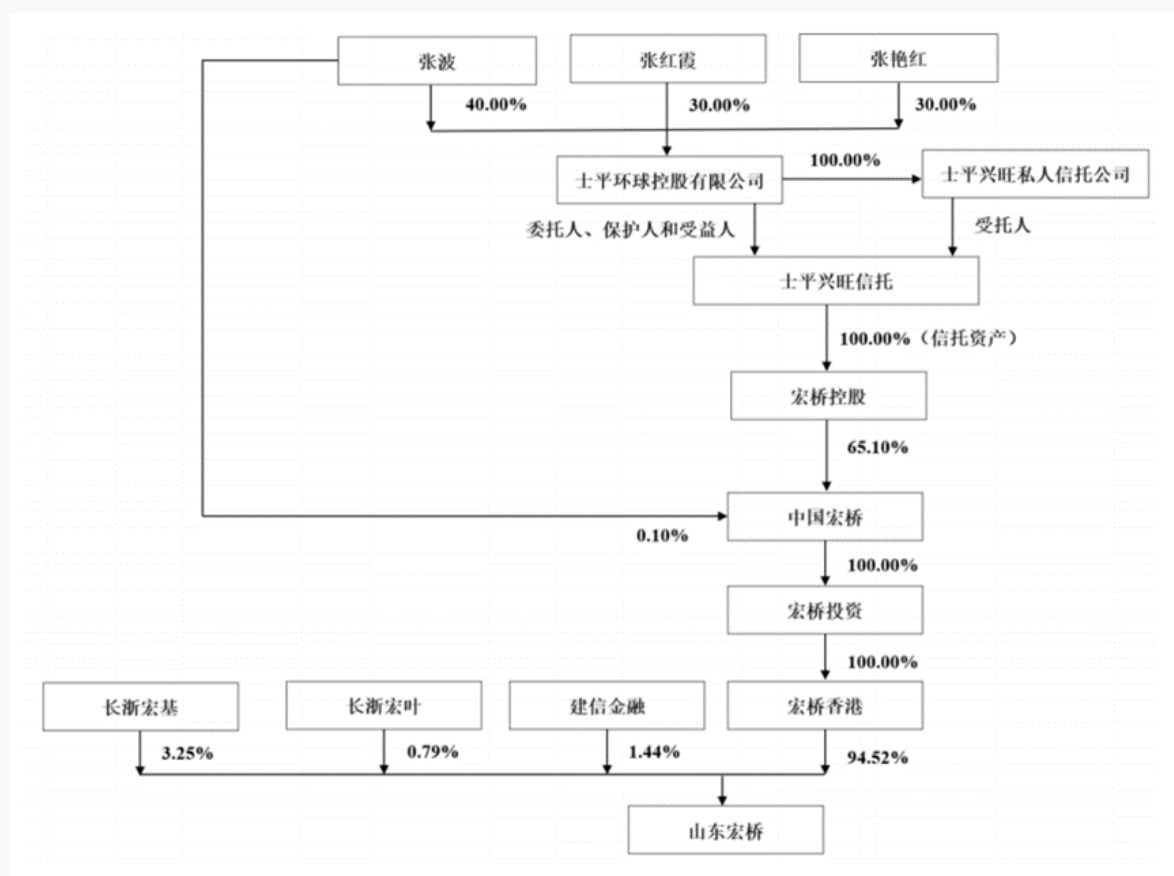
项 目	2021 年
未来待偿债券本金峰值（亿元）	115.21
现金类资产/未来待偿债券本金峰值（倍）	5.25
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	9.65
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.45
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.77

资料来源：联合资信整理

十一、 结论

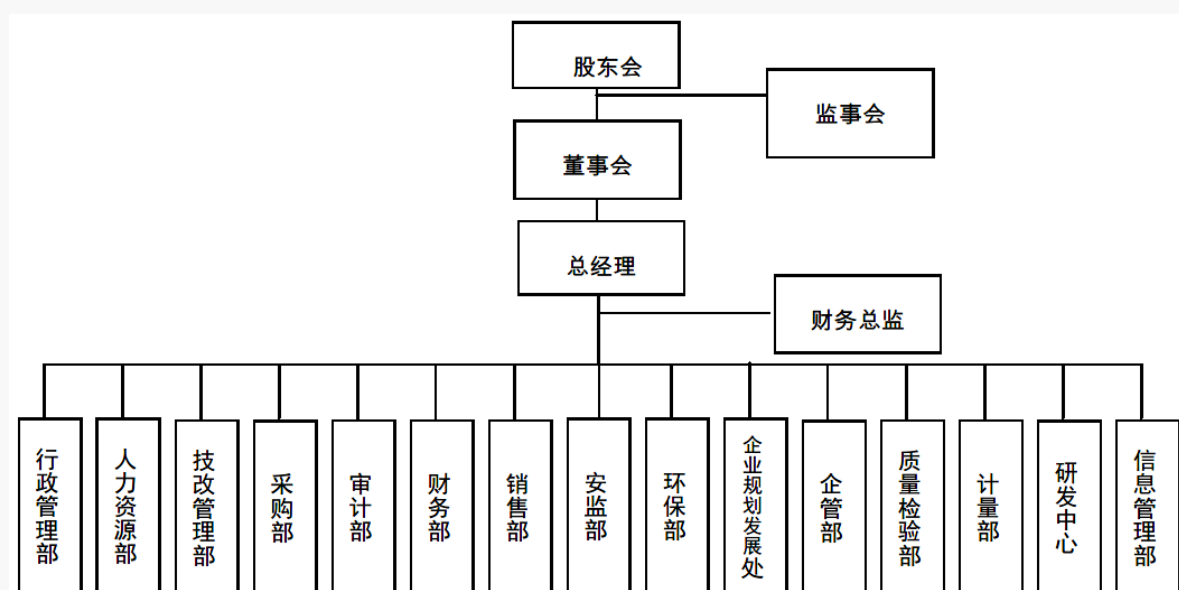
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“22 鲁宏桥 CP001”和“22 鲁宏桥 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 9 月底公司子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	
				直接	间接
1	山东魏桥铝电有限公司	投资管理	1300000.00	100.00	--
2	滨州市政通新型铝材有限公司	原铝生产	620000.00	--	100.00
3	惠民县汇宏新材料有限公司	原铝生产	500000.00	--	100.00
4	滨州市沾化区汇宏新材料有限公司	氧化铝、蒸汽生产	300000.00	--	100.00
5	滨州北海汇宏新材料有限公司	原铝生产	350000.00	--	100.00
6	阳信县汇宏新材料有限公司	原铝生产	100000.00	--	100.00
7	滨州市宏诺新材料有限公司	原铝生产	150000.00	--	100.00
8	山东宏帆实业有限公司	投资管理	100000.00	--	100.00
9	山东宏滨国际商贸有限公司	商品贸易	3000.00	--	100.00
10	邹平宏发铝业科技有限公司	铝制品深加工	70000.00	--	100.00
11	滨州宏展铝业科技有限公司	铝制品深加工	20000.00	--	100.00
12	上海和鲁股权投资管理有限公司	期货	5000.00	--	100.00
13	上海和鲁新材料科技有限公司	期货	5000.00	--	100.00
14	邹平县汇聚新材料科技有限公司	原铝生产	1000.00	--	100.00
15	邹平县汇才新材料科技有限公司	原铝生产	2000.00	--	100.00
16	邹平县汇盛新材料科技有限公司	原铝生产	590000.00	--	100.00
17	邹平县汇茂新材料科技有限公司	氧化铝、蒸汽生产	550000.00	--	100.00
18	邹平县宏旭热电有限公司	电力生产	820000.00	--	100.00
19	滨州市宏通资源综合利用有限公司	废料利用	5000.00	--	100.00
20	滨州市北海信和新材料有限公司	氧化铝、蒸汽生产	210000.00	--	100.00
21	邹平县宏正新材料科技有限公司	原铝生产	70000.00	--	100.00
22	邹平县宏茂新材料科技有限公司	原铝生产	150000.00	--	100.00
23	邹平县宏利热电有限公司	电力生产	370000.00	100.00	--
24	山东宏拓实业有限公司	投资管理	750000.00	--	100.00
25	山东宏创铝业控股股份有限公司	板带箔生产、加工、销售	92640.00	28.18	--
26	滨州鸿博铝业科技有限公司	板带箔生产、加工、销售	80000.00	--	28.18
27	邹平县宏程铝业科技有限公司	板带箔生产、加工、销售	45000.00	--	28.18
28	邹平宏卓铝业有限公司	板带箔生产、加工、销售	15000.00	--	28.18
29	青岛宏远卓越国际贸易有限公司	板带箔生产、加工、销售	6710.00	--	28.18
30	上海鲁申铝材有限公司	批发业	3690.00	--	28.18
31	重庆魏桥金融保理有限公司	金融服务	50000.00	100.00	--
32	山东翔通物流有限公司	物流服务	1000.00	--	100.00
33	宏桥国际贸易有限公司	商品贸易	10000.00	--	100.00
34	滨州市沾化区御尊贸易有限公司	商品贸易	10000.00	--	100.00
35	滨州市宏能电力科技有限公司	电力生产	15000.00	--	100.00
36	云南宏桥新型材料有限公司	铝制品加工	100000.00	--	100.00
37	云南宏泰新型材料有限公司	原铝生产	1200000.00	--	75.00
38	云南宏通资源综合利用有限公司	废料利用	3000.00	--	100.00
39	滨州绿能热电有限公司	电力生产	420000.00	--	100.00
40	滨州绿动热电有限公司	电力生产	340000.00	--	100.00

41	滨州绿通热电有限公司	电力生产	220000.00	--	100.00
42	山东魏桥轻量化材料有限公司	铝合金生产	10000.00	--	100.00
43	滨州绿丰热电有限公司	电力生产	270000.00	--	100.00
44	山东宏和轻量化科技有限公司	铝合金生产	5000.00	--	100.00
45	山东宏奥汽车轻量化科技有限公司	铝制部件生产	3000.00	--	70.00
46	山东魏桥铝电研发中心有限公司	科技推广和应用服务业	300.00	--	100.00
47	云南宏康固废处置利用有限公司	废料利用	8000.00	--	51.00
48	邹平鼎瑞再生资源有限公司	批发业	2000.00	--	100.00
49	北京宏华智达科技发展有限公司	科技推广和应用服务业	400000.00	100.00	--
50	邹平宏硕铝业有限公司	有色金属冶炼和压延加工业	200.00	--	28.18
51	滨州渤海科创城创业投资合伙企业（有限合伙）	资本市场服务	1000000.00	--	70.00
52	滨州汇才产业投资合伙企业（有限合伙）	--	500100.00	--	79.98
53	宏桥投资控股（深圳）有限公司	投资管理	50000.00	--	100.00
54	宏拓实业（香港）有限公司	投资管理	--	--	100.00
55	滨州滨开新能源发展有限公司	发电业务、输电业务、供（配）电业务	500000.00	--	100.00
56	滨州市沾化区海能热电有限公司	热力生产和供应	60000.00	--	100.00
57	魏桥（苏州）轻量化研究院有限公司	汽车制造业	500.00	--	100.00
58	滨州渤海科创城产业园有限公司	房地产业	100000.00	--	66.50
59	滨州滨科置业有限公司	土地管理业	5000.00	--	63.00
60	滨州海创产业园管理有限公司	--	10000.00	--	79.98
61	山东宏钧新材料技术有限公司	金属制品业	3000.00	--	90.00
62	云南宏合新型材料有限公司	有色金属冶炼和压延加工业	1200000.00	--	100.00
63	云南宏桥新能源有限公司	电力、热力生产和供应业	10000.00	100.00	--
64	深圳宏桥供应链管理有限公司	批发业	50000.00	--	100.00
65	深圳航群电子有限公司	计算机、通信和其他电子设备制造业	1000.00	--	100.00
66	深圳宏鹏数字供应链管理有限公司	供应链管理服务；软件开发	1000.00	--	70.00
67	云南宏硯新材料有限公司	有色金属压延加工；金属材料制造	5000.00	--	100.00
68	山东宏清新材料科技有限公司	批发业	5000.00	--	28.18
69	宏桥泸西新能源有限公司	电力、热力生产和供应业	20000.00	--	100.00
70	宏桥红河新能源有限公司	电力、热力生产和供应业	30000.00	--	100.00
71	云南智铝新材料有限公司	有色金属冶炼和压延加工业	300000.00	--	100.00
72	云南宏扬新材料有限公司	有色金属冶炼和压延加工业	5000.00	--	100.00
73	云南宏安资源综合利用有限公司	废弃资源综合利用业	3000.00	--	100.00
74	滨州汇恒贸易有限公司	商品贸易	USD1000	--	100.00
75	山东宏顺循环科技有限公司	废弃资源综合利用业	5000.00	--	72.60
76	山东滨泽精工科技有限公司	废弃资源综合利用业	USD2000	--	100.00
77	滨州汇品贸易有限公司	商品贸易	USD1900	--	100.00
78	宏桥开远新能源有限公司	电力、热力生产和供应业	120000.00	--	100.00
79	宏桥砚山新能源有限公司	电力、热力生产和供应业	150000.00	--	100.00
80	宏桥弥勒新能源有限公司	电力、热力生产和供应业	120000.00	--	100.00
81	魏桥国科科融（深圳）投资合伙企业（有限合伙）	投资	170000.00	--	99.12

82	邹平宏则再生资源有限公司	批发业	1000.00	--	28.18
83	宏桥建水新能源有限公司	电力、热力生产和供应业	140000.00	--	100.00
84	宏桥个旧新能源有限公司	电力、热力生产和供应业	80000.00	--	100.00
85	山东宏航轻量化材料有限公司	有色金属冶炼和压延加工业	10000.00	--	100.00
86	山东宏驰智能装备车辆有限公司	汽车制造业	5000.00	--	100.00
87	云南宏润绿色能源有限公司	电力、热力生产和供应业	20000.00	--	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	533.21	553.45	604.68	545.70
资产总额（亿元）	1687.85	1726.51	1787.00	1914.86
所有者权益（亿元）	598.31	741.99	954.81	1058.22
短期债务（亿元）	305.86	492.82	275.72	351.49
长期债务（亿元）	437.08	240.91	238.66	200.20
全部债务（亿元）	742.95	733.73	514.38	551.68
营业总收入（亿元）	838.16	867.17	1159.68	997.83
利润总额（亿元）	68.31	131.92	224.91	135.27
EBITDA（亿元）	184.63	235.63	318.74	--
经营性净现金流（亿元）	143.24	165.26	282.00	125.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.16	4.17	5.91	--
存货周转次数（次）	3.24	3.22	4.00	--
总资产周转次数（次）	0.50	0.51	0.66	--
现金收入比（%）	85.58	92.07	93.46	105.00
营业利润率（%）	20.07	23.15	27.20	18.79
总资本收益率（%）	7.15	10.19	13.54	--
净资产收益率（%）	8.25	15.01	17.71	--
长期债务资本化比率（%）	42.21	24.51	20.00	15.91
全部债务资本化比率（%）	55.39	49.72	35.01	34.27
资产负债率（%）	64.55	57.02	46.57	44.74
流动比率（%）	142.73	133.95	179.35	177.68
速动比率（%）	109.22	107.64	140.86	131.13
经营现金流流动负债比（%）	22.26	22.50	48.74	--
现金类资产/短期债务（倍）	1.74	1.12	2.19	1.55
EBITDA 利息倍数（倍）	3.96	6.05	10.70	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.02	3.11	1.61	--

注：1. 公司 2022 年 1-9 月财务报表未经审计；2. 其他流动负债中短期融资券计入短期债务，将长期应付款中关联方借款计入长期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	148.29	191.55	179.15	183.18
资产总额（亿元）	628.72	660.13	583.72	705.61
所有者权益（亿元）	156.49	196.42	312.24	311.63
短期债务（亿元）	67.34	225.79	92.27	100.64
长期债务（亿元）	226.82	52.50	36.14	63.76
全部债务（亿元）	294.16	278.29	128.41	164.40
营业总收入（亿元）	185.80	430.17	702.57	339.99
利润总额（亿元）	5.01	40.76	81.05	-0.75
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	37.56	-3.64	35.37	25.88
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.51	6.93	9.74	--
存货周转次数（次）	4.79	9.19	31.01	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.67	1.13	--
现金收入比（%）	113.01	92.73	97.79	119.09
营业利润率（%）	7.83	4.82	3.12	1.27
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	3.20	19.31	24.92	--
长期债务资本化比率（%）	59.17	21.09	10.37	16.99
全部债务资本化比率（%）	65.28	58.62	29.14	34.54
资产负债率（%）	75.11	70.25	46.51	55.84
流动比率（%）	156.30	109.63	133.49	130.98
速动比率（%）	135.42	100.47	130.89	130.98
经营现金流流动负债比（%）	15.31	-0.88	15.03	--
现金类资产/短期债务（倍）	2.20	0.85	1.94	1.82
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 年 1-9 月财务报表未经审计；2. 其他流动负债中短期融资券计入短期债务；3. “/”代表数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 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

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用评级等级划分为四等六级，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D。每一个信用等级均不进行微调。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高，违约概率很低
A-2	还本付息能力较强，安全性较高，违约概率较低
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响，违约概率一般
B	还本付息能力较低，违约概率较高
C	还本付息能力很低，违约概率很高
D	不能按期还本付息

附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持