

山东宏桥新型材料有限公司

2026 年度第一期绿色科技创新债券  
信用评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2026〕90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及其拟发行的山东宏桥新型材料有限公司 2026 年度第一期绿色科技创新债券的信用状况进行综合分析和评估，确定山东宏桥新型材料有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东宏桥新型材料有限公司 2026 年度第一期绿色科技创新债券信用等级为 AAA<sub>sti</sub>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年一月六日

# 声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，根据联合资信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。

三、本报告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。

四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、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

## 2026 年度第一期绿色科技创新债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA <sub>sti</sub> /稳定	2026/01/06
<b>债项概况</b>	本期债项基础发行规模为 0 亿元，发行金额上限为 5 亿元。本期债项发行期限为 5 年；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债项募集资金拟全部用于山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“公司”）旗下 28 个光伏电站项目的建设。	
<b>评级观点</b>	<p>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，公司自身竞争力很强。2022—2024 年，公司主营业务收入持续增长，毛利率持续提升。2024 年，氧化铝供需紧平衡，公司氧化铝销售价格大幅提高，由于电解铝产能新增受限，随着下游需求持续增长，电解铝价格得到支撑，公司主营业务收入同比增长，毛利率显著提升，公司盈利能力增强。随着云南供电情况改善，2024 年，云南地区产能利用率提升使得公司绿色铝产品产量增加，产能结构调整符合国家双碳政策导向。但也关注到公司采购和销售客户集中度均较高，且关联交易及往来款规模较大等因素。财务方面，公司资产规模持续增长，整体利润规模大，盈利水平显著提升，经营活动现金流保持大幅净流入。公司所有者权益规模非常大，负债率控制在相对合理水平，同时，公司积极调整债务结构，长期债务占比提升，公司主要偿债指标表现非常好。综合公司经营和财务风险表现，公司抗风险能力和偿还债务的能力极强。本期债项的发行对公司债务结构影响不大，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对发行后的长期债务的覆盖程度均很高，本期债券违约的概率极低。</p> <p><b>个体调整：</b>无。</p> <p><b>外部支持调整：</b>无。</p>	
<b>评级展望</b>	<p>双碳目标下，相关政策对高耗能产业未来产能的限制有助于公司保持行业地位和竞争优势。未来，公司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。虽然公司未来资本支出规模大，但现阶段公司货币资金相对充裕，尚有一定再融资空间，公司整体财务状况有望保持良好。信用状况有望保持稳定。</p> <p><b>可能引致评级上调的敏感性因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能引致评级下调的敏感性因素：</b>公司治理暴露出严重缺陷；盈利及获现能力持续下降，偿债能力显著恶化；铝土矿进口通道不畅或其他导致信用水平显著下降的因素。</p>	

### 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，通过“上下游一体化”的发展，形成了“电力—铝土矿—氧化铝—原铝—铝精深加工—再生铝”的一体化产业链。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，有利于公司的成本控制。
- 公司规模优势明显且进一步增强。**截至 2025 年 3 月底，公司氧化铝年设计产能为 1900 万吨/年，公司电解铝年产能合计 645.90 万吨/年，行业内排名前列，其中以云南地区低成本清洁水电为依托已投产运营 148.8 万吨/年电解铝产能，随着云南地区产能利用率提升，公司绿色铝产品产量增加。
- 公司盈利及经营获现状况非常好。**近三年，公司经营业绩表现佳。其中，2024 年，公司营业利润率同比提升 10.40 个百分点，利润总额同比增长 115.84%；公司经营活动现金流净额同比增长 43.52% 至 354.28 亿元。

## 关注

- **关联方往来及公司治理风险。**公司与关联方之间存在大额的采购行为，公司与关联方往来款规模较大且期末存在大额未收回款项，对公司资金形成占用；同时，公司与关联方之间存在担保和资金拆入，需持续关注公司关联交易和资金往来情况。
- **未来在建项目存在大额资本支出需求，同时需关注电解铝产能置换事项。**基于云南省水电成本优势，公司实施了部分产能置换，产能置换相关在建项目资本支出规模大。同时，云南区域电力供应紧张等因素导致剩余产能建设放缓，联合资信将持续关注公司产能置换事项的进展情况。
- **铝价波动较大，大客户依赖度较高。**铝行业受经济周期波动影响显著，铝价波动对公司收入规模及盈利水平影响较大。同时，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。
- **铝土矿进口依赖度较高，铝土矿采购均价上涨或供应短缺将给公司经营造成不利影响。**公司铝土矿对进口依赖程度较高，主要出口国家政府有关铝土矿的出口政策将对中国铝产品生产企业产生直接影响，同时，进口成本易受汇率波动、海运费等因素影响。2024年受市场行情影响，铝土矿采购均价同比增长7.50%；2025年1—3月，铝土矿价格继续上涨。

## 本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 有色金属企业信用评级方法 V4.0.202208/科技创新债券信用评级方法 V4.0.202507

评级模型 有色金属企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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		
	F1	自身竞争力	基础素质	1		
			企业管理	3		
财务风险	F1	现金流	经营分析	2		
			资产质量	1		
			盈利能力	1		
		资本结构	现金流量	1		
			资本结构	1		
			偿债能力	1		
指示评级				aaa		
个体调整因素: --				--		
个体信用等级				aaa		
外部支持调整因素: --				--		
评级结果				AAA		

个体信用状况变动说明: 公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明: 公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明: 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

项 目	合并口径			
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	331.90	369.34	455.56	523.68
资产总额（亿元）	1861.90	1983.10	2162.46	2247.44
所有者权益（亿元）	991.93	1075.81	1135.92	1199.70
短期债务（亿元）	442.24	467.61	401.98	437.58
长期债务（亿元）	105.89	121.65	240.33	244.54
全部债务（亿元）	548.13	589.25	642.32	682.12
营业总收入（亿元）	1297.12	1311.91	1517.18	401.73
利润总额（亿元）	124.38	127.65	275.51	84.99
EBITDA（亿元）	209.97	219.74	369.01	--
经营性净现金流（亿元）	87.93	246.86	354.28	95.42
营业利润率（%）	12.81	13.89	24.29	24.23
净资产收益率（%）	9.71	8.93	17.77	--
资产负债率（%）	46.73	45.75	47.47	46.62
全部债务资本化比率（%）	35.59	35.39	36.12	36.25
流动比率（%）	138.02	136.07	155.48	160.30
经营现金流动负债比（%）	11.75	33.74	50.60	--
现金短期债务比（倍）	0.75	0.79	1.13	1.20
EBITDA 利息倍数（倍）	9.27	8.34	12.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.61	2.68	1.74	--

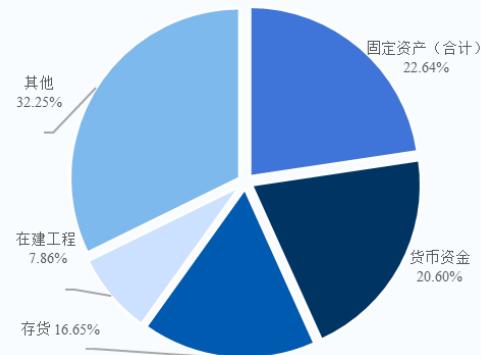
## 公司本部口径

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	600.81	630.44	653.79	706.64
所有者权益（亿元）	354.94	323.15	306.48	406.93
全部债务（亿元）	125.28	141.93	184.64	199.01
营业总收入（亿元）	431.73	184.93	128.79	27.85
利润总额（亿元）	105.87	4.55	98.54	100.60
资产负债率（%）	40.92	48.74	53.12	42.41
全部债务资本化比率（%）	26.09	30.52	37.60	32.84
流动比率（%）	153.90	124.07	144.31	192.24
经营现金流动负债比（%）	20.15	-3.06	6.86	--

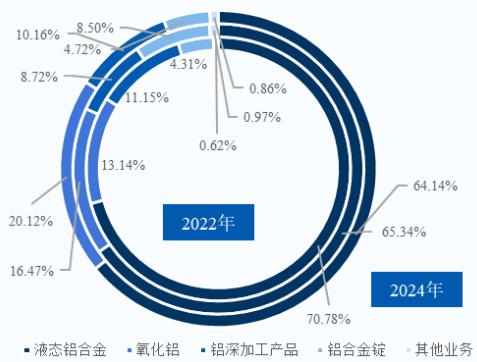
注: 1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 本报告已将合并口径下其他流动负债中短期融资券计入短期债务, 将长期应付款中息部分计入长期债务; 4. 公司本部口径未做债务调整; 5. “--”表示该指标无法计算, “/”表示该指标未获取

资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

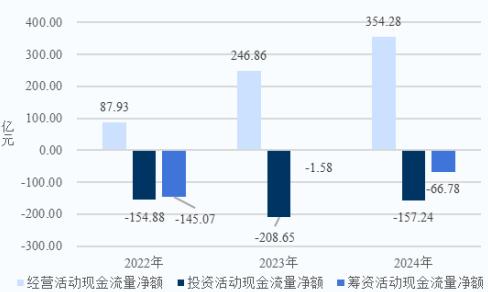
## 2024 年底公司资产构成



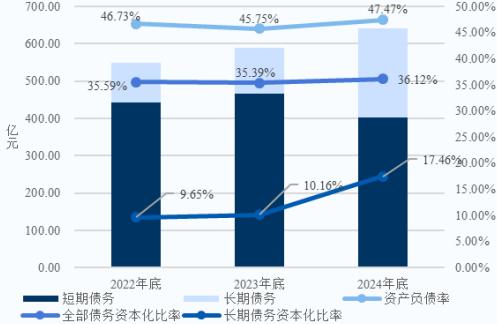
## 2022—2024 年公司收入构成



## 2022—2024 年公司现金流情况



## 2022—2024 年底公司债务情况



## 主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/07/29	牛文婧 邓淇匀	<a href="#">有色金属企业信用评级方法（V4.0.2022.08）</a> <a href="#">有色金属企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.2022.08）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	2025/05/23	牛文婧 邓淇匀	<a href="#">有色金属企业信用评级方法（V4.0.2022.08）</a> <a href="#">有色金属企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.2022.08）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	2018/03/12	唐岩 郭昊 张峥	<a href="#">铝行业企业信用评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：牛文婧 [niuwj@lhratings.com](mailto:niuwj@lhratings.com)

项目组成员：邓淇匀 [dengqy@lhratings.com](mailto:dengqy@lhratings.com)

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



## 一、主体概况

山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“公司”或“山东宏桥”）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。2024 年 3 月，公司关联公司山东轻金材料科技有限公司<sup>1</sup>（以下简称“山东轻金”）回购/受让公司股东三亚长浙宏基创业投资基金合伙企业（有限合伙）、三亚长浙宏叶创业投资基金合伙企业（有限合伙）共持有本公司 4.04% 的股权，并于 2024 年 4 月 3 日完成工商信息股东变更登记。2025 年 2 月，公司关联公司山东轻金回购/受让公司股东建信金融资产投资有限公司持有的公司 1.44% 的股权，并于 2025 年 2 月 18 日完成工商信息股东变更登记。前述回购/受让完成后，公司股东三亚长浙宏基创业投资基金合伙企业（有限合伙）、三亚长浙宏叶创业投资基金合伙企业（有限合伙）、建信金融资产投资有限公司变更为山东轻金，注册资本不变。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本为 117.59 亿元。宏桥投资（香港）有限公司（以下简称“宏桥香港”）直接持有公司 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。

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，按照联合资信行业分类标准划分为有色金属行业。

截至 2025 年 3 月底，公司设有董事长办公室、技改管理部、安监部、环保监督公司、采购部、研发中心等职能部门（详见附件 1-2）。公司拥有一家上市公司山东宏创铝业控股股份有限公司（以下简称“宏创控股”，股票代码“002379.SZ”），截至 2025 年 3 月底，公司持有宏创控股 22.98% 的股权，其所持股份未质押。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 2162.46 亿元，所有者权益 1135.92 亿元（含少数股东权益 31.15 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1517.18 亿元，利润总额 275.51 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 2247.44 亿元，所有者权益 1199.70 亿元（含少数股东权益 30.45 亿元）；2025 年 1-3 月，公司实现营业总收入 401.73 亿元，利润总额 84.99 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。

## 二、本期债项概况

公司已完成 DFI 注册（中市协注（2025）DFI15 号），本期拟发行“山东宏桥新型材料有限公司 2026 年度第一期绿色科技创新债券”（以下简称“本期债项”）。本期债项基础发行规模为 0 亿元，发行金额上限为 5 亿元。本期债项发行期限为 5 年；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债项募集资金拟用于公司旗下 28 个光伏电站项目的建设。本期债项无担保。

根据联合赤道环境评价股份有限公司出具的《山东宏桥新型材料有限公司 2026 年度第一期绿色科技创新债券发行前独立评估认证报告》，本期债项被认定为符合绿色债券相关认证标准，募投项目属于绿色产业项目。

## 三、宏观经济和政策环境分析

2025 年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

<sup>1</sup> 山东轻金与公司同受最终方控制

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI 或保持低位震荡，PPI 降幅有望继续收窄。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年前三季度）》](#)。

## 四、行业分析

有色金属行业主要包括有色金属矿采选、冶炼以及压延加工业，行业周期性明显，景气度波动大且易受国际整体供需形势和政治经济局势影响。2024 年以来，避险需求增加带动黄金价格持续上涨，传统工业金属铜、铝、锌价中枢明显上移，但受供需失衡等因素影响，新能源类金属价格承压。春节假期后，在中国宏观经济政策支持、新兴产业需求拉动、价格与利润回升、国际市场复苏等多重因素共同作用下，中国有色金属产业景气指数呈持续回升态势。展望 2025 年，国际贸易摩擦加剧和地缘政治危机或将对中国有色金属产品出口造成一定不良影响，房地产行业低迷对铝、锌等有色金属的需求形成压制，但在中国经济稳增长政策支持下，有色金属产业工业增加值、固定资产投资和产业规模或将有所增长，叠加新能源汽车、光伏、风电、5G 通信等新兴产业对有色金属需求将持续增长，中国有色金属产业景气指数预计将呈现“稳中向好”的态势。完整版行业分析详见[《2025 年有色金属行业分析》](#)。

## 五、基础素质分析

### 1 竞争实力

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 2025 年 3 月底，公司山东地区有邹平、滨州、魏桥、惠民、阳信、沾化、博兴、北海、威海、临沂 10 个生产基地。山东地区主要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，运输距离较短，降低了公司的运输成本。液态铝合金直接从公司的生产车间运往产业集群内企业，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，还节约了公司的铸造成本。截至 2025 年 3 月底，公司电解铝年产能合计 645.90 万吨/年，行业内排名前列，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。在氧化铝和铝矾土供应方面，公司为了保证氧化铝的生产，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，中国宏桥在几内亚参股投资建设了铝矾土项目。截至 2025 年 3 月底，公司氧化铝年设计产能为 1900 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络，除云南基地外其他主要生产基地由自建电网连接，集中供电，运营效率高，公司以云南地区低成本清洁水电为依托已投产运营 148.8 万吨/年电解铝产能。截至 2025 年 3 月底，公司电力自给率为 45.92%。

### 2 人员素质

公司管理人员拥有较丰富的行业从业经历和经营管理经验。公司作为制造业生产企业，人员构成以生产人员为主，符合公司业务特征，能够满足公司目前生产经营发展需要。

截至 2025 年 3 月底，公司拥有董事 7 人，监事 3 人，高级管理人员 5 人（其中，董事兼高管 5 人）。公司董事、高管人员从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况熟悉，具有丰富的管理经验。

张波先生，1969 年 6 月出生，现任公司董事长、总经理。张波先生历任山东魏桥创业集团有限公司副总经理、魏桥纺织股份有限公司（包括其前身）总经理、执行董事及董事长，威海魏桥纺织有限公司董事、滨州魏桥科技工业园有限公司董事长兼总经理、士平环球控股有限公司兼任董事、山东宏拓实业有限公司执行董事及总经理、国际铝业协会副主席。张波先生目前为山东魏桥铝电有限公司董事长及总经理、中国宏桥集团有限公司执行董事、行政总裁及董事会主席、宏桥（香港）国际贸易有限公司董事、宏桥投资（香港）有限公司董事、山东魏桥创业集团有限公司董事长、中国宏桥投资有限公司董事、宏桥国际贸易有限公司执行董事、山东宏拓实业有限公司董事长、士平环球控股有限公司董事。张波先生为山东省第十二届人民代表大会代表、全国第十四届人民代表大会代表，2010 年被国务院评选为“全国劳动模范”。张波先生现为中国有色金属工业协会副会长、滨州市铝行业协会名誉会长、山东省铝业协会会长，滨州市企业家协会会长、滨州市慈善总会会长、滨州士平公益基金会副理事长、邹平市企业协会荣誉会长。

截至 2025 年 3 月底，公司合并口径总员工合计 47880 人，构成如下表所示。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司合并口径员工构成情况

分类		人数 (人)	占比
教育程度	初中及以下学历人员	19841	41.44%
	高中、中专、职中、技校学历人员	8274	17.28%
	大专、本科及以上学历人员	19765	41.28%
岗位	生产人员	32378	67.62%
	技术人员	11335	23.67%
	管理人员	4167	8.70%
年龄	30 岁及以下人员	10661	22.27%
	31~50 岁人员	21484	44.87%
	50 岁以上人员	15735	32.86%
合计		47880	100.00%

资料来源：公司提供

### 3 信用记录

公司过往债务履约记录良好。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2025 年 11 月 5 日，公司本部无未结清的不良类或关注类贷款记录。根据公司本部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本部逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公开栏、最高人民法院失信被执行人信息及信用中国查询平台中存在不良记录。

## 六、管理分析

### 1 法人治理

公司建立了完善的法人治理结构。

公司按照《公司法》及有关法律、法规的规定成立运作。根据《公司章程》，股东会、董事会、监事会及经理各自行使其职权。股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。公司设董事会，由 7 名董事组成，设董事长 1 名。董事长由董事会半数以上董事选举产生。董事长为公司法定代表人。董事会是公司的决策机构，向股东负责，董事均由股东委派。公司设监事会，由 3 名监事组成。其中，职工代表 1 名，监事由股东任命，任期为三年，任期届满，连选可连任。监事会设主席一名，由全部监事过半数选举和罢免。公司总经理、副总经理、董事会秘书和财务负责人为公司高级管理人员，公司高级管理人员能够依据相关法规和《公司章程》履行职责。

### 2 管理水平

公司内部管理制度健全，但考虑到公司关联交易规模大，需关注公司关联交易管理情况。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，就会计机构和会计人员、会计核算的一般原则、具体会计科目的核算、会计科目和会计报表、会计凭证和会计账簿、查账、会计档案以及解散与清算等内容做出了详细规定。

资金管理方面，公司制定了《资金管理制度》。根据该制度，公司制定了资金管理的内部控制制度，所有银行贷款都必须由董事会授权，总经理或授权人签署。公司订立付款审批程序，所有付款包括出差差旅费均须由部门经理及总经理批核。该制度对现金控制措施和银行账户控制措施等方面进行了详细的规定。

对外担保方面，公司对外担保实行统一管理，公司各层级企业对外担保需逐级审批；总经理办公会议批准后报董事会审批，须经股东批准的，还应提交股东审批。对股东、实际控制人及其关联方提供的担保，必须经公司董事会审议通过后，提交股东审批。公司各层级企业未经公司董事会或股东批准，不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请公司以外的单位提供担保。

原料采购方面，公司制定了《原料采购管理制度》，对供货方的评价和选择进行规定，要求原料采购时要对供货方的经营资格、经济实力、设备情况、供货能力等方面进行考察，作出结论；在实施采购时，公司按照生产部门提报的用料计划，从适合公司质量要求的供货方中组织采购；原料在使用过程中发现质量问题时，及时根据生产部门的质量反馈，向供货方交涉，视情节轻重妥善处理；增加新的供货方时，要求采购员负责提供评价材料，供应部门根据采购员提供的资料，组织有关人员进行评价，作出结论。

安全生产方面，公司按照《安全生产法》法律法规的有关规定，结合自身的生产特点，制订了《安全管理制度》，并在生产经营中严格贯彻执行。公司安全管理规章制度汇编涵盖了安全生产奖惩、安全生产检查、隐患排查治理、劳动防护用品配备和管理、事故应急救援预案管理等十六项内容，同时要求各单位根据自身行业特点，进一步细化和完善相关的安全管理制度，并在工作中严格执行。公司多年来未发生安全生产事故，安全生产纪录良好。

关联交易方面，公司制定了《关联交易制度》，确定关联交易价格时，遵循公平、公正、公开、等价及有偿的基本商业原则，同时对关联方和关联交易的确认作了规定。

## 七、经营分析

### 1 经营概况

2022—2024年，公司主营业务收入持续增长，毛利率持续提升。2023年，受益于氧化铝产销量增加，公司主营业务收入小幅增长；原材料成本降幅大于产品销售价格降幅，公司主营业务毛利率同比提升；2024年以来，公司主要产品销售均价提升带动主营业务收入增长及毛利率水平大幅提升。

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。2022—2024年，公司主营业务收入持续增长，2023年，公司主营业务收入同比小幅增长，其中氧化铝收入有所增长，主要系2022年底公司收购250万吨/年氧化铝产能所致；随着公司主要产品销售均价降低，公司液态铝合金、铝深加工产品收入均有所减少；铝合金锭收入同比保持稳定；公司另有蒸汽销售及再生铝业务，该部分业务收入占比较小。2024年，受氧化铝供需紧平衡影响，氧化铝全年价格大幅提高，带动电解铝价格震荡上行，公司主要销售产品价格增长带动主营业务收入同比增长15.75%。其中，公司氧化铝销量同比持平，销售价格上涨带动氧化铝收入同比增长41.41%；公司电解铝产能保持稳定，产能利用率提升带动铝产品销量小幅增长，量价齐升使得液态铝合金收入同比增长13.64%；随着公司产业链延伸，铝深加工产品销量有所提升，降低部分铝合金锭销量；公司另有蒸汽销售及再生铝业务，业务收入占比很低。

图表2·2022—2024年及2025年1—3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

主要产品	2022年			2023年			2024年			2025年1—3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	858.34	67.87%	14.18%	837.50	65.34%	16.86%	951.71	64.14%	24.47%	245.63	62.44%	22.65%
氧化铝	161.80	12.79%	8.50%	211.09	16.47%	2.92%	298.51	20.12%	30.26%	88.87	22.59%	36.47%
铝深加工产品	133.02	10.52%	17.92%	111.79	8.72%	13.17%	150.77	10.16%	18.84%	39.55	10.05%	16.34%
铝合金锭	103.93	8.22%	10.63%	108.91	8.50%	16.21%	70.01	4.72%	18.21%	14.30	3.64%	22.97%
再生铝	--	--	--	3.26	0.25%	5.90%	4.59	0.31%	26.10%	1.42	0.36%	-1.43%
蒸汽	7.65	0.61%	-52.41%	9.25	0.72%	-11.86%	8.12	0.55%	-9.45%	3.63	0.92%	-20.99%
合计	1264.74	100.00%	13.15%	1281.81	100.00%	13.95%	1483.71	100.00%	24.59%	393.39	100.00%	24.66%

资料来源：公司提供

从各项业务毛利率来看，2023年，氧化铝原材料成本压力尚存，但其销售均价下降，公司氧化铝毛利率同比下降5.58个百分点；液态铝合金、铝合金锭毛利率分别同比提升2.68个百分点和5.58个百分点，主要系原材料采购价格下降，成本压力缓解，利润空间扩大；深加工产品毛利率同比下降4.75个百分点，主要系受市场需求疲软的影响，销售价格较去年同期有所下降，导致产品价差收窄；综合以上因素，公司主营业务收入毛利率同比提升0.80个百分点。2024年，受氧化铝供需紧平衡影响，氧化铝全年价格大幅提高，公司氧化铝毛利率同比提高27.34个百分点；液态铝合金、深加工产品、铝合金锭毛利率同比均有所提升，主要系铝产品销售价格上升带动利润空间扩大所致；再生铝毛利率提升20.20个百分点，主要系销售价格提升及销量增长摊薄成本扩大产品价差所致；综合以上因素，公司主营业务收入毛利率同比提升10.64个百分点。

2025年1—3月，公司主营业务收入同比有所增长，主营业务毛利率同比提升4.34个百分点，主要系铝产品价差较上年同期扩大所致。其中，再生铝亏损主要系未将对应的废旧资产处置收益抵减再生铝的成本导致成本倒挂。

## 2 业务经营分析

### (1) 原材料采购

电力成本对公司整体生产成本影响显著，公司电力自给率的持续下降，较高的电煤和外购电价将削弱公司成本优势。2022年底公司收购氧化铝资产，2023年氧化铝自给率有所提升；但随着产能搬迁，2024年公司氧化铝自给率有所下降。2023年以来，公司主要原材料中铝矾土采购价格持续上涨，阳极炭块和电煤采购价格持续下跌，公司原材料采购成本波动下降。同时，公司关联方采购规模大。

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。氧化铝的原材料主要为铝矾土。2023年，受原材料价格下降影响，公司主要原材料采购总额有所下降。2024年，公司主要原材料采购总额同比增长约8%，与公司铝产品产量增长幅度保持一致，公司吨铝采购成本略有下降。

图表3•公司原材料采购金额（单位：亿元）

原材料	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
铝矾土	276.90	247.26	268.52	70.82
氧化铝	81.01	73.62	121.80	33.52
阳极炭块	177.90	127.77	110.57	32.36
电力外购	184.06	192.17	217.81	56.80
电煤	269.97	203.62	194.22	38.40
<b>合计</b>	<b>989.84</b>	<b>844.44</b>	<b>912.92</b>	<b>231.90</b>

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，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，使得电力采购量有所提升，截至2025年3月底，公司装机容量为868万千瓦，电力自给率为45.92%。2022—2024年，受市场因素影响，电煤价格及电力外购均价持续下降；2025年1—3月，电煤价格及电力外购均价进一步下降。但电煤价格和电力外购价格仍处于高位，叠加电力自给率的持续下滑，公司成本控制面临一定压力。结算方面，公司部分电费需要预付，其余为电汇或承兑汇票方式结算，每月结算一次。

图表4•公司电力供应情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
自给率	56.34%	52.02%	49.49%	45.92%

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。受公司2022年底收购年产能250万吨氧化铝产能资产带动，2023年氧化铝自给率同比提升至76.93%；随着产能向云南搬迁，2024年公司氧化铝自给率有所下降。截至2025年3月底，公司氧化铝年设计产能增至1900万吨/年，公司氧化铝自给率为74.60%。外购氧化铝方面，2022—2024年，公司从山东当地铝产业集群内采购的氧化铝分别占公司氧化铝采购总量的30.71%、0.00%及0.00%，山东地区生产所需氧化铝主要是自产自用，云南地区生产所需氧化铝主要从外部采购。采购金额方面，2023年公司氧化铝采购金额同比下降，主要系氧化铝采购量减少所致；2024年，公司氧化铝采购均价随行就市而大幅提升，同时云南地区产能利用率提升带动氧化铝采购量增加，氧化铝采购金额同比大幅增加；2025年1—3月，公司氧化铝采购均价仍处于高位，采购金额同比大幅增长。公司氧化铝采购结算方式为预付款以及货到付款两种方式。

铝矾土采购方面，公司主要从中国宏桥投资的几内亚铝矿公司进口，该矿石品位好、溶出率高、赤泥量低，有利于稳定生产系统和提高产出率。此外公司亦采取多渠道战略，在澳大利亚等国家和其他地区拓展铝矾土供应渠道。从采购量来看，2023年，公司铝土矿采购量同比下降14.96%；2024年，公司铝土矿采购量同比保持稳定。铝矾土价格方面，受市场行情影响，几内亚矿石供需紧张，采购均价逐年上涨；2025年1—3月，铝土矿价格继续上涨。公司进口铝矾土主要结算方式为即期信用证。

阳极炭块采购方面，公司一般通过供货商竞价投标方式进行采购，阳极炭块采购供应较有保障。2022—2024年，阳极炭块采购量亦比较稳定；受益于阳极炭块原料端价格的下降，阳极炭块采购均价持续下降，使得阳极炭块采购金额持续下降。公司采购阳极炭块主要采取货到付款的结算方式。

从采购集中度看，2024年，公司前五大供应商中第一和第二大供应商均为关联方，公司分别向GTS GLOBAL TRADING PTE LTD采购铝矾土、邹平滨能能源科技有限公司采购电力。公司前五大供应商占总采购金额的集中度逐年下降。

图表5•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
2022年	邹平滨能能源科技有限公司	149.39	14.25	是
	GTS GLOBAL TRADING PTE LTD	132.65	12.66	是
	供应商3	84.44	8.06	否
	供应商4	37.71	3.60	否
	供应商5	34.62	3.30	否
	合计	438.81	41.87	--
2023年	邹平滨能能源科技有限公司	144.00	10.96	是
	GTS GLOBAL TRADING PTE LTD	141.40	10.76	是
	供应商3	58.36	4.44	否
	供应商4	41.62	3.17	否
	供应商5	27.28	2.08	否
	合计	412.66	31.40	--
2024年	GTS GLOBAL TRADING PTE LTD	195.88	12.51	是
	邹平滨能能源科技有限公司	138.38	8.84	是
	供应商3	80.07	5.12	否
	供应商4	35.24	2.25	否
	供应商5	19.57	1.25	否
	合计	469.14	29.97	--
2025年1—3月	GTS GLOBAL TRADING PTE LTD	52.89	12.80	是
	邹平滨能能源科技有限公司	34.83	8.43	是
	供应商3	21.88	5.30	否
	供应商4	12.13	2.94	否
	供应商5	8.80	2.13	否
	合计	130.53	31.58	--

资料来源：公司提供

## （2）产品生产

2022—2024年，公司电解铝产能等量置换，在产总产能无变化，云南地区电解铝产能及产量有所增加。电解铝产能利用率保持在高水平，但需关注云南地区电力供应对公司电解铝项目产能释放的影响。

目前，公司正在逐步实施“北铝南移”战略，向云南等量搬迁置换电解铝产能，2022—2024年，公司电解铝在产产能为645.90万吨/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。云南文山电解铝项目一期已经建成投产，设计产能107.40万吨/年，已于2022年达产；云南文山电解铝项目二期95万吨/年产能已基本建成，部分产能于2023年三季度陆续投产。公司电解铝产能利用率很高，随云南地区电力供应条件好转，云南地区产能利用率提升，公司绿色铝产品占比增加，未来随着云南地区电解铝产能和新能源电力供应稳定性的进一步提升，公司绿色铝产品占比将进一步增加。产量方面，2022—2024年，公司铝产品产量逐年增长。从产品结构看，公司下游对液态铝合金的需求持续增加，液态铝合金的产销量均有所增长；2024年铝合金锭的产销量有所下降。

## （3）产品销售

公司电解铝业务具备规模优势，同时周边产业集群配套有利于产品的销售。2022—2024年，公司主要产品销售均价有所波动，液态铝合金产品销量持续增长，公司销售集中度较高且对单一客户销售占比很高，存在一定的客户集中风险。

图表6•公司产品销售和产销率情况（单位：万元/吨、万吨）

产品	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
液态铝合金	销售均价 1.76		1.65	1.75 1.79

	销量	488.10	508.75	543.39	137.11
	产销率	90.81%	90.81%	89.57%	90.01%
铝合金锭	销售均价	1.76	1.65	1.76	1.81
	销量	59.22	66.09	39.79	7.91
	产销率	90.42%	100.19%	85.62%	74.67%
铝深加工产品	销售均价	2.18	2.00	2.05	2.06
	销量	60.92	55.90	73.58	19.23
	产销率	92.56%	83.11%	79.10%	103.78%
氧化铝	销售均价	0.26	0.24	0.34	0.35
	销量	620.17	872.18	871.33	252.02
	产销率	41.80%	48.72%	47.81%	51.07%

注：1. 液态铝合金、铝合金锭及氧化铝销量数据未包含自用部分；2. 销售均价为不含税价格

资料来源：公司提供

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。

公司氧化铝和电解铝实行以产定销的生产模式，铝深加工产品实行以销定产。从产品销量看，2022—2024 年，公司液态铝合金销量逐年增长，产销率基本维持在 90%左右，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；铝合金锭产销率波动下降，其中，2023 年受销售前期库存影响公司铝合金锭产销率达 100%，2024 年产销率下降主要系公司根据市场需求调整销售产品品种所致；铝深加工产品产销率逐年下降，主要系受市场需求影响及统计时点部分收入未确认所致；氧化铝产销率波动提升，其中 2023 年公司氧化铝销量大幅增长，主要系公司收购 250 万吨氧化铝资产所致。

产品销售价格方面，2022—2024 年，公司主要产品销售价格均随市场价格有所波动；2025 年 1—3 月，产品价格进一步提升。除铝深加工产品为货到收款外，其他铝产品结算方式均为先款后货。

从客户集中度看，随着公司云南电解铝产能搬迁，客户集中度有所下降，但仍保持较高水平，且存在对单一客户销售占比常年超过 30%的情形。

图表 7•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
2022 年	客户 1	500.43	39.57	否
	客户 2	67.54	5.34	否
	客户 3	54.33	4.30	否
	客户 4	43.72	3.46	否
	客户 5	35.90	2.84	否
	<b>合计</b>	<b>701.91</b>	<b>55.50</b>	--
2023 年	客户 1	451.21	35.20	否
	客户 2	55.65	4.34	否
	客户 3	33.40	2.61	否
	客户 4	30.03	2.34	否
	客户 5	29.79	2.32	否
	<b>合计</b>	<b>600.09</b>	<b>46.82</b>	--
2024 年	客户 1	494.39	33.32	否
	客户 2	56.75	3.82	否
	客户 3	53.54	3.61	否
	客户 4	43.14	2.91	否

	客户 5	42.13	2.84	否
	<b>合计</b>	<b>689.95</b>	<b>46.50</b>	--
2025 年 1—3 月	客户 1	130.94	33.28	否
	客户 2	15.99	4.06	否
	客户 3	13.87	3.52	否
	客户 4	13.83	3.51	否
	客户 5	11.56	2.94	否
	<b>合计</b>	<b>186.18</b>	<b>47.33</b>	--

资料来源：公司提供

### 3 经营效率

#### 公司经营效率有待提高。

从经营效率指标看，2022—2024 年，公司销售债权周转次数持续增长，分别为 8.83 次、12.80 次和 16.36 次；存货周转次数波动下降，分别为 3.82 次、3.21 次和 3.28 次；总资产周转次数分别为 0.71 次、0.68 次和 0.73 次。由于公司原材料库存较高且应收关联方借款占用资金增加，与同行业其他企业相比，公司经营效率有待提升。

图表 8 • 2024 年同行业公司经营效率指标对比（单位：次）

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
山东宏桥	3.28	23.80	0.73
中国铝业股份有限公司	8.45	51.23	1.11
云南铝业股份有限公司	10.08	215.06	1.34

资料来源：联合资信公开资料整理

### 4 关联交易

公司关联交易规模较大，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。

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。

2022—2024 年，公司采购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均在 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（以下简称“创新炭材料”）采购阳极炭块。公司向滨能能源、GTS GLOBAL TRADING PTE LTD、中国宏桥和创新炭材料采购交易价格定价基准均为市场价。

关联担保和资金拆入拆出方面，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，融资由关联方提供担保。2022—2024 年，公司主要与中国宏桥等存在资金拆入及拆出，与中国宏桥、山东魏桥创业集团有限公司存在担保及被担保。

图表 9 • 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	关联交易金额		
	2022 年	2023 年	2024 年
采购商品/接受劳务	310.55	306.16	357.05
占营业成本比例（%）	27.71	27.33	23.53
销售商品/提供劳务	0.98	2.84	4.67
占营业总收入比例（%）	0.08	0.22	0.31
关联担保-作为被担保方	173.90	138.49	91.62
关联担保-作为担保方	3.78 亿美元	1.41 亿美元	27.67

关联资金拆入	3.40	3.60	9.21
关联资金拆出	--	--	30.28

注：1. 公司应收关联方中国宏桥的往来款未收取利息，故未列入关联方资金拆出；2.本表中数据除非表明货币单位，否则单位统一为亿元；3.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，2022年汇率按1美元=6.9646人民币计算，2023年汇率按1美元=7.0827人民币计算，2024年汇率按1美元=7.1884人民币计算  
 资料来源：公司提供

图表 10 • 公司主要关联交易概况（单位：亿元）

项目	主要交易对手	关联交易金额		
		2022年	2023年	2024年
采购商品/接收劳务	GTS GLOBAL TRADING PTE LTD	132.65	141.40	195.88
	邹平滨能能源科技有限公司	149.40	144.00	138.38
	山东创新炭材料有限公司	23.94	16.77	13.88
	中国宏桥集团有限公司	0.49	1.31	5.80
关联担保-公司为担保方	中国宏桥集团有限公司	3.78亿美元	1.41亿美元	26.56
关联方担保-公司为被担保方	山东魏桥创业集团有限公司	32.89	58.00	66.00
	中国宏桥集团有限公司	127.01	62.49	25.62
关联资金拆入	中国宏桥集团有限公司	--	--	9.21
	山东宏桥融资租赁有限公司	3.40	3.60	--
关联资金拆出	Winning Consortium Simandou Railway SAU	--	--	30.28

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 为宏桥香港投资的几内亚铝矿贸易公司；与公司年报统计口径不一致  
 资料来源：公司提供

图表 11 • 关联方资金项目余额情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年
关联方资金拆入本金余额	37.31	26.30	30.90
关联方资金拆出本金余额	--	--	50.62
关联方应收项目余额	157.75	188.64	185.05
关联方应付项目余额	87.72	51.51	72.82

注：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，2023年汇率按1美元=7.0827人民币计算；2024年汇率按1美元=7.1884人民币计算，1港币=0.9401人民币计算  
 资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

## 5 在建工程及未来发展

### 公司在建项目投资规模大，未来存在大额资本支出需求。

在建项目方面，截至2025年3月底，公司主要在建项目包括云南文山项目和云南红河项目两个电解铝搬迁项目，以及中欧循环科技产业园项目、渤海科创城产业园项目、云南宏桥新能源光伏项目、深圳区域总部项目、沾化汇宏氧化铝项目等，未来投资资本支出压力大。

云南文山项目已于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128.00亿元，一期107.40万吨/年产能已完工投产，二期95万吨/年产能也已基本建成，若电力供应充足，亦可具备投产条件。截至2025年3月末，云南文山建设项目已投产电解铝产能148.80万吨。

云南红河项目规划产能193万吨/年，预计总投资172.79亿元，项目已于2023年8月开工建设，一期约96.43万吨/年电解铝产能正在建设中，预计2025年6月底会建成一条生产线，产能约在48万吨，剩余产能依据新能源项目建设进度、云南省当地电力供应的稳定性、电价情况等因素灵活调整。

渤海科创城产业园项目拟构建创新型校企合作模式，预计投资总额55.00亿元。公司与德国舒尔茨集团共建中欧循环科技产业园，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，项目预计投资总额14.81亿元。

云南宏桥新能源光伏项目为云南省光伏发电项目，该项目有利于增加公司可再生能源的比例，优化系统电源结构，节能减排，减轻环保压力。该项目在建装机规模合计4GW。其中2GW的光伏发电项目最早已于2023年8月开工建设，预计2025年6月底陆续并网。截至2025年3月底，该项目已投资33.19亿元。

深圳区域总部项目位于深圳市宝安中心区，该项目将成为公司的大湾区总部及海外集群运营管理中心、大宗商品流通贸易中心、研发与学术中心和工业互联网及数字化平台。项目计划总投资金额 23.78 亿元。

轻量化项目主要包括汽车轻量化铝合金型材挤压一体化项目、全铝智能挂车、全铝货箱及城市环卫专用车项目、特种轻合金材料项目、高精度铝薄板带汽车板项目，预计 2026 年底前陆续投产。项目计划总投资金额 44.60 亿元。

沾化汇宏氧化铝项目位于滨州市沾化区，预计投资总额 78.00 亿元，资金来源为自有资金和外部筹资。

图表 12 • 截至 2025 年 3 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 2025 年 3 月底 已投金额	未来投资计划		
		自有资金	外部筹资		2025 年 4—12 月	2026 年	2027 年及以后
云南文山项目	128.00	60.00	68.00	122.82	2.00	2.00	1.18
云南红河项目	172.79	69.12	103.68	36.71	20.00	25.00	91.08
合计	300.79	129.12	171.68	159.53	22.00	27.00	92.26

注：预计总投资额及部分已投金额已按最新预算口径进行重述

资料来源：公司提供

图表 13 • 截至 2025 年 3 月底公司其他在建项目情况（单位：亿元）

项目	预计 总投资	截至 2025 年 3 月底已 完成投资额	2025 年 4—12 月计划投资额	2026 年计划 投资额	2027 年及以 后计划投资 额	资金来源
中欧循环科技产业园项目	14.81	6.50	0.01	-	8.30	自有资金及外部筹资
渤海科创城产业园项目	55.00	40.49	1.22	-	13.29	自有资金
云南宏桥新能源光伏项目	120.00	33.19	33.20	20.40	33.21	自有资金及外部筹资
轻量化项目	44.60	7.98	3.25	9.80	23.57	自有资金及外部筹资
深圳区域总部项目	23.78	10.78	1.09	3.05	8.86	自有资金及外部筹资
沾化汇宏氧化铝项目	78.00	75.00	3.00	-	-	自有资金及外部筹资
合计	336.19	173.94	41.77	33.24	87.24	--

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。

## 八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，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，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

2023 年底，公司合并范围增加 13 家子公司，2024 年，公司合并范围增加 3 家子公司，减少 6 家子公司；2025 年 1—3 月，公司合并范围新增 2 家、减少 6 家子公司。截至 2025 年 3 月底，公司合并范围共计 101 家子公司。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。

### 1 资产质量

2022—2024 年末，公司资产规模持续增长；流动资产中货币资金及存货规模大，关联方借款和往来款规模较大；非流动资产中固定资产及在建工程规模大，与生产型企业的财务表现匹配。公司整体资产受限比例低。

2022—2024 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 7.77%。截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 9.04%，资产结构较上年底变化不大。其中，流动资产占 50.34%，非流动资产占 49.66%。

2022—2024年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长26.99%，截至2024年底，受益于盈利和经营获现规模提升，公司货币资金增加，货币资金主要由银行存款（占93.68%）构成，受限比例低；公司应收票据持续下降，2024年末大幅减少主要系本期信用风险较低的已背书未到期银行承兑汇票满足终止确认条件，期末终止确认所致；应收账款持续增长，2024年末大幅增长主要系销售铝产品数量及价格增加导致年内应收账款增加；预付款项持续下降，2023年末大幅降低主要系收购氧化铝资产导致预付氧化铝款项减少，2024年末有所降低主要系2023年末部分预付款在报告期内已被使用；其他应收款主要以关联方往来款为主，期限集中在1~3年以内；存货有所波动，2023年末较上年底有所减少，主要系大部分原材料成本降低导致采购成本降低，2024年末较上年底有所增加，主要系产量增加带动的采购原材料金额增加所致，但占比保持稳定，存货主要由原材料、在产品等构成，累计计提跌价准备1.81亿元；其他非流动金融资产主要为公司投资的四个合伙企业，投资内容主要为公司产业的配套项目；固定资产波动减少，受计提减值和折旧影响，2024年末固定资产规模有所减少；在建工程波动增加，2024年末大幅增加，主要系云南低碳铝建设项目建设、云南新能源光伏项目、沾化汇宏氧化铝项目等投资增加所致；无形资产主要为土地使用权。

截至2025年3月底，公司合并资产较上年底增长3.93%，资产结构较上年底变化不大。其中，受经营获现和筹资规模扩大影响，公司货币资金进一步增长；增加应收宏桥投资（香港）的关联方往来款导致其他应收款增长；增加对Winning Consortium Holdings Pte. Ltd.投资款使得长期股权投资增加。截至2025年3月底，公司资产受限比例为4.61%，主要由借款抵押的固定资产和无形资产及信用证保证金、保函保证金等构成。

图表14•公司资产变化情况（单位：亿元）

关键财务数据	2022年末		2023年末		2024年末		2025年3月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
<b>流动资产</b>	<b>1033.00</b>	<b>55.48</b>	<b>995.66</b>	<b>50.21</b>	<b>1088.66</b>	<b>50.34</b>	<b>1149.05</b>	<b>51.13</b>
货币资金	276.24	26.74	312.39	31.38	445.52	40.92	512.78	44.63
应收票据	55.59	5.38	54.13	5.44	3.01	0.28	2.67	0.23
应收账款	45.71	4.42	49.56	4.98	77.92	7.16	71.14	6.19
预付款项	96.87	9.38	58.05	5.83	36.49	3.35	27.57	2.40
其他应收款	122.15	11.82	155.04	15.57	118.90	10.92	133.09	11.58
存货	363.83	35.22	332.98	33.44	360.16	33.08	347.11	30.21
<b>非流动资产</b>	<b>828.91</b>	<b>44.52</b>	<b>987.45</b>	<b>49.79</b>	<b>1073.81</b>	<b>49.66</b>	<b>1098.40</b>	<b>48.87</b>
其他非流动金融资产	0.00	0.00	108.89	11.03	105.00	9.78	109.46	9.97
长期股权投资	61.59	7.43	64.32	6.51	69.45	6.47	76.69	6.98
固定资产	510.63	61.60	533.17	54.00	489.63	45.60	506.09	46.08
在建工程	75.13	9.06	77.52	7.85	169.89	15.82	156.28	14.23
无形资产	75.43	9.10	86.34	8.74	86.89	8.09	87.51	7.97
<b>资产总额</b>	<b>1861.90</b>	<b>100.00</b>	<b>1983.10</b>	<b>100.00</b>	<b>2162.46</b>	<b>100.00</b>	<b>2247.44</b>	<b>100.00</b>

注：其他应收款科目包括应收利息、应收股利和其他应收款；固定资产科目包括固定资产和固定资产清理；在建工程科目包括在建工程和工程物资；流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

## 2 资本结构

2022—2024年末，公司所有者权益持续增长，权益结构稳定性一般。公司债务规模增长，但债务结构有所优化，负债率控制在相对合理水平。

2022—2024年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长7.01%。截至2024年底，公司所有者权益1135.92亿元，较上年底增长5.59%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.26%，少数股东权益占比为2.74%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占10.35%、5.91%和75.92%。所有者权益中未分配利润占比较大，截至2025年3月底，公司所有者权益1199.70亿元，较上年底增长5.61%，权益结构变动较小。

2022—2024年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长8.63%。截至2024年底，公司负债总额较上年底增长13.14%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占68.21%，非流动负债占31.79%。

2022—2024 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 9.19%，截至 2024 年底，公司短期借款主要包括保证借款（占 75.23%）、抵押借款（占 17.66%）和质押借款（占 6.98%）；应付账款波动下降，2023 年末较上年底下降，主要系结清部分货款所致，2024 年末较上年底增加，主要系产量增加使得应付原材料款增加所致；其他应付款波动增长，2024 年底增加主要系设备款及工程进度款增加所致；其他流动负债主要为公司短期融资券；由于项目贷提款，公司长期借款年均复合增长 121.39%，长期借款主要由保证借款（占 34.01%）、信用借款（16.75%）和抵押借款（占 49.25%）构成；公司长期应付款波动增长，2024 年末增加主要系新增关联方借款所致；递延收益主要由政府补助构成；其他非流动负债持续增长，2023 年末，其他非流动负债主要为公司附属子公司引战资金，2024 年末较上年底增长 93.27%，主要系重分类至其他非流动负债的第三方投资款增加所致。

有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 8.25%。截至 2024 年底，公司全部债务 642.32 亿元，较上年底增长 9.01%，主要系长期借款和应付债券增加所致。债务结构方面，截至 2024 年底，短期债务占 62.58%，长期债务占 37.42%，短期债务占比较上年底下降 16.77 个百分点，公司债务结构有所改善。其中，短期债务 401.98 亿元，较上年底下降 14.03%；长期债务 240.33 亿元，较上年底增长 97.57%。从债务指标来看，截至 2024 年底，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 47.47%、36.12% 和 17.46%，较上年底分别提高 1.72 个百分点、0.73 个百分点和 7.30 个百分点。

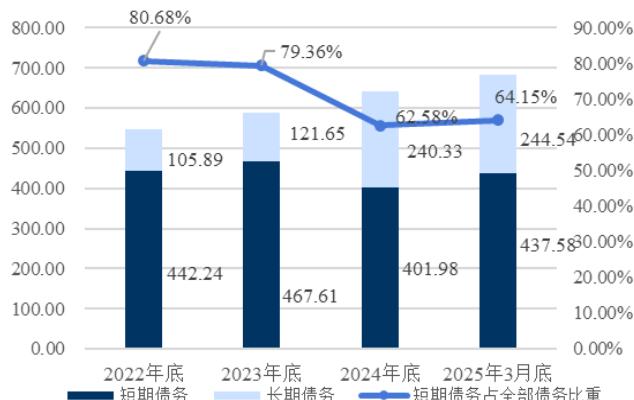
截至 2025 年 3 月底，公司负债及结构较上年底变化不大，公司全部债务 682.12 亿元，较上年底增长 6.20%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款增长所致。债务结构方面，短期债务占 64.15%，长期债务占 35.85%，以短期债务为主，其中，短期债务 437.58 亿元，较上年底增长 8.86%，主要系部分长期债务转入一年内到期的非流动负债所致；长期债务 244.54 亿元，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.62%、36.25% 和 16.93%，较上年底分别下降 0.85 个百分点、提高 0.13 个百分点和下降 0.53 个百分点。

图表 15 • 公司负债变化情况（单位：亿元）

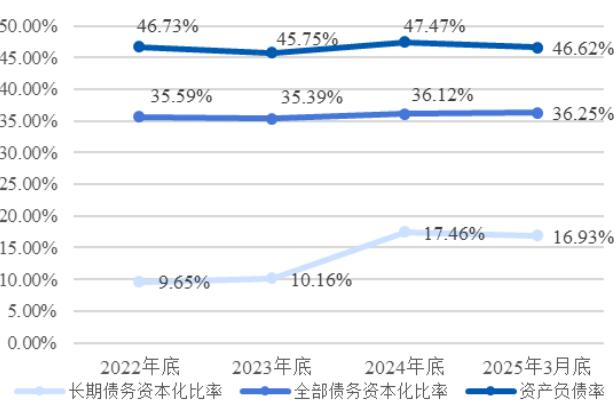
关键财务数据	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
<b>流动负债</b>	<b>748.43</b>	<b>86.03</b>	<b>731.70</b>	<b>80.65</b>	<b>700.17</b>	<b>68.21</b>	<b>716.80</b>	<b>68.41</b>
短期借款	192.34	25.70	225.43	30.81	229.33	32.75	244.30	34.08
应付账款	133.14	17.79	88.18	12.05	110.30	15.75	98.04	13.68
其他应付款	92.11	12.31	86.93	11.88	103.50	14.78	89.42	12.48
一年内到期的非流动负债	198.34	26.50	169.18	23.12	138.15	19.73	179.35	25.02
其他流动负债	77.32	10.33	105.75	14.45	34.86	4.98	15.12	2.11
<b>非流动负债</b>	<b>121.55</b>	<b>13.97</b>	<b>175.59</b>	<b>19.35</b>	<b>326.37</b>	<b>31.79</b>	<b>330.95</b>	<b>31.59</b>
长期借款	21.93	18.04	71.11	40.50	107.48	32.93	127.06	38.39
应付债券	59.61	49.04	32.06	18.26	95.54	29.27	73.56	22.23
长期应付款	14.83	12.20	13.95	7.95	34.06	10.44	40.34	12.19
递延收益	8.33	6.85	15.03	8.56	15.56	4.77	15.43	4.66
其他非流动负债	0.00	0.00	29.65	16.89	57.31	17.56	57.75	17.45
<b>负债总额</b>	<b>869.98</b>	<b>100.00</b>	<b>907.29</b>	<b>100.00</b>	<b>1026.54</b>	<b>100.00</b>	<b>1047.75</b>	<b>100.00</b>

注：其他应付款科目包括应付利息、应付股利和其他应付款；长期应付款科目包括长期应付款和专项应付款；流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

**图表 16 • 公司债务结构 (单位: 亿元)**


资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

**图表 17 • 公司债务杠杆水平**


资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

### 3 盈能力

2022年以来,公司营业总收入保持增长,期间费用控制能力强,整体利润规模大幅增长,盈利能力显著提升。

2022—2024年,公司营业总收入持续增长,年均复合增长8.15%;营业成本小幅波动;营业利润率持续增长。

从期间费用看,2022—2024年,公司费用总额持续增长,年均复合增长17.54%。2024年,公司费用总额为60.36亿元,同比增长12.10%,主要系管理费用增长所致。从构成看,公司期间费用以财务费用和管理费用为主。其中,管理费用同比增长20.98%,主要系职工薪酬和折旧同比增加所致;研发费用同比增长15.54%;财务费用同比增长3.96%。2024年,公司期间费用率同比下降0.13个百分点。公司期间费用控制能力强。

非经常性损益方面,公司资产减值损失主要包括固定资产减值损失(2024年占比91.86%)、存货跌价准备和在建工程减值损失,对利润形成一定侵蚀。同期,公司投资收益、其他收益、资产处置收益、营业外收入和营业外支出均呈现较大波动。其中,2024年,公司公允价值变动损益主要系其他非流动金融资产损益;公司投资收益主要系参股邹平滨能能源科技有限公司及Societe Miniere de Boke SA带来的投资收益;其他收益为2.38亿元,主要由政府补助及加计抵减增值税构成;资产处置收益为1.18亿元;营业外收入为1.13亿元,主要由碳排放权和违约金构成;营业外支出为4.70亿元,主要系对外捐赠。

2022—2024年,公司利润总额持续增长,年均复合增长48.83%,其中,2023年增长主要受益于原材料成本降幅较大,2024年利润总额同比增长115.84%,主要系公司产品销售价格增长所致。

盈利指标方面,2022—2024年,公司总资本收益率和净资产收益率均波动增长。同行业对比看,公司规模优势显著,盈利能力很高,盈利指标表现好。

2025年1—3月,公司实现营业总收入同比增长15.56%;营业成本保持稳定;营业利润率同比增长4.01个百分点。

**图表 18 • 公司盈利能力变化情况 (单位: 亿元)**

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
营业总收入	1297.12	1311.91	1517.18	401.73
费用总额	43.69	53.84	60.36	14.64
其中: 销售费用	0.51	0.48	0.59	0.23
管理费用	15.77	18.46	22.33	6.30
研发费用	9.33	9.95	11.50	1.54
财务费用	18.07	24.95	25.94	6.57
资产减值损失	-2.64	-10.08	-38.75	-0.15
投资收益	4.60	4.06	9.63	2.86
利润总额	124.38	127.65	275.51	84.99
营业利润率	12.81%	13.89%	24.29%	24.23%

期间费用率	3.37%	4.10%	3.98%	3.64%
总资本收益率	7.72%	7.35%	12.91%	--
净资产收益率	9.71%	8.93%	17.77%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 19 • 2024 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

公司名称	营业收入	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	1517.18	275.51	25.19	14.02	17.77
中国铝业股份有限公司	2370.66	223.22	15.75	11.62	17.30
云南铝业股份有限公司	544.50	59.72	13.23	14.53	15.86

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 4 现金流

公司经营活动现金流大幅净流入，对公司投资和偿债提供支撑，公司在建项目投资规模大，需关注经营获现流入状况以及融资环境。

从经营活动来看，2022—2024 年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长 8.13%；经营活动现金净额持续增长，年均复合增长 100.72%，主要系盈利提升所致。从投资活动来看，2022—2024 年，公司投资活动现金流入量持续增长，年均复合增长 94.61%；投资活动现金净流出规模波动增长，其中 2023 年投资支付的现金主要系投资产业基金，2024 年收到/支付其他与投资活动有关的现金分别约为 30 亿元，主要系公司引战资金退出，原引战股东变更为山东轻金，导致收到/支付其他与投资活动有关的现金较去年同期发生较大变化。2024 年，公司筹资活动前现金净流入规模增幅明显，得益于盈利水平提升，公司经营活动现金覆盖对外投资需求的能力增强。从筹资活动来看，2022—2024 年，公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长 35.02%，2023 年大幅增长系取得借款收到的现金增加所致；公司筹资活动现金净流出规模持续扩大，主要系公司分红同比增加所致。2024 年，公司现金收入比为 106.43%，收入实现质量高。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额同比持续增长；投资活动现金净流出规模同比有所增长，主要系投资支付的现金增加；公司筹资活动现金流转为净流入，主要系收到关联方拆入资金导致收到其他与筹资活动有关的现金增加。

图表 20 • 公司现金流变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1405.75	1500.49	1643.62	452.60
经营活动现金流出小计	1317.81	1253.63	1289.34	357.18
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>87.93</b>	<b>246.86</b>	<b>354.28</b>	<b>95.42</b>
投资活动现金流入小计	11.31	39.52	42.84	4.86
投资活动现金流出小计	166.19	248.17	200.08	62.91
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-154.88</b>	<b>-208.65</b>	<b>-157.24</b>	<b>-58.06</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-66.95</b>	<b>38.21</b>	<b>197.05</b>	<b>37.37</b>
筹资活动现金流入小计	321.11	583.99	585.42	221.02
筹资活动现金流出小计	466.19	585.58	652.20	195.52
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-145.07</b>	<b>-1.58</b>	<b>-66.78</b>	<b>25.50</b>
现金收入比	105.49%	110.01%	106.43%	109.80%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

## 5 偿债指标

公司长短期偿债能力指标表现非常好。

图表 21 • 公司偿债能力指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债能力指标	流动比率	138.02%	136.07%	155.48%
	速动比率	89.41%	90.57%	104.05%
	经营现金/流动负债	11.75%	33.74%	50.60%
	经营现金/短期债务 (倍)	0.20	0.53	0.88
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.75	0.79	1.13
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	209.97	219.74	369.01
	全部债务/EBITDA (倍)	2.61	2.68	1.74
	经营现金/全部债务 (倍)	0.16	0.42	0.55
	EBITDA/利息支出 (倍)	9.27	8.34	12.88
	经营现金/利息支出 (倍)	3.88	9.37	12.37

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

从短期偿债指标看，2022—2024 年末，公司流动比率及速动比率均非常高，经营现金对流动负债及短期债务的保障程度持续提升。从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 持续增加，2024 年 EBITDA 大幅增长，EBITDA 对债务本息的覆盖能力增强。整体看，公司偿债能力指标表现非常好。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司对外担保金额合计为 27.61 亿元，占公司当期净资产的 2.30%，为关联担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大诉讼、仲裁事项。

截至 2025 年 3 月底，公司合并口径获得各合作银行人民币授信总额约为 836.01 亿元（2024 年 3 月底为 735.69 亿元），未使用额度为 281.43 亿元，公司间接融资渠道畅通。

## 6 公司本部财务分析

公司本部资产以货币资金、其他应收款、其他非流动金融资产和长期股权投资为主，资产流动性尚可。公司本部承担融资平台职能，目前债务负担一般。公司本部主要从事贸易业务，受投资收益大幅增加影响，盈利水平大幅提升。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 653.79 亿元，较上年底增长 3.70%。其中，流动资产占 47.60%，非流动资产占 52.40%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 18.08%）及其他应收款（占 67.22%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 18.58%）及长期股权投资（占 73.12%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 56.26 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 347.31 亿元，较上年底增长 13.03%。其中，流动负债占 62.09%，非流动负债占 37.91%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 51.63%）及一年内到期的非流动负债（占 29.26%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 19.75%）及应付债券（占 72.57%）构成。公司本部 2024 年资产负债率为 53.12%，较 2023 年提高 4.38 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 184.64 亿元，以长期债务为主（65.82%）。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 37.60%，公司本部债务负担一般。截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 306.48 亿元，较上年底下降 5.16%。

公司本部主要从事原材料、废品及废料的贸易销售。2024 年，公司本部营业收入为 128.79 亿元，较上年下降主要系公司本部铝矾土贸易量减少所致；利润总额为 98.54 亿元，投资收益为 101.01 亿元，主要系子公司分红收益。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 14.79 亿元，投资活动现金流净额 85.93 亿元，筹资活动现金流净额-63.10 亿元。

## 九、ESG 分析

公司治理结构及内控制度较为健全完善，整体 ESG 管理较为规范，可保障其持续经营和发展。

环境责任方面，公司按照国家关于环境保护的法律法规和相关政策，落实各项环境保护措施，相继制定了《环境保护管理制度》《环境保护岗位责任制》《环境保护绩效考评管理办法》，实施“一岗双责”“管生产就要管环保”的管理奖惩机制，建立了完善的环境管理体系，并通过 ISO14001 环境管理体系认证。公司建设了环境信息监控中心，对各污染源排放口进行 24 小时监控，实现了环保管理的科学化和信息化。公司在日常管理中制定了详细的考评细则，对各分公司环保设施运行情况和达标率进行管理考评，考评结果作为分公司总经理

和各分厂厂长季度奖和年薪奖的重要评判依据，直接影响其奖金额度及每一个环保岗位职工的绩效工资。公司加强节能环保管理宣传，牢固树立“环境保护、人人有责”的管理理念，不断提高环保管理水平，构建绿色发展企业。

社会责任方面，公司不断健全技能人才激励机制；在安全生产方面，公司严格执行《安全生产法》等法律法规的有关规定，同时根据自身的生产特点，制订了《山东宏桥新型材料有限公司安全管理制度》，并在生产经营中严格执行。

公司治理方面，公司自成立以来，不断完善法人治理结构和相关制度，并建立了财务管理制度、资金管理制度、原料采购管理制度、物资供应管理制度、产品销售管理制度、安全生产制度、人力资源管理制度、内部审计管理制度等一系列内部控制制度。

## 十、债券偿还风险分析

### 1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响不大。

公司本期债项发行金额上限为5亿元，按发行金额上限5亿元测算，分别占公司2025年3月底长期债务和全部债务的2.04%和0.73%，对公司现有债务结构影响不大。以2025年3月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由46.62%、36.25%和16.93%上升至46.74%、36.42%和17.22%，公司债务负担有所加重。

### 2 本期债项偿还能力

本期债项发行后，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对发行后长期债务的覆盖程度均很高。

图表 22 • 本期债项发行后长期债务偿还能力测算

项目	2025年3月
发行后长期债务（亿元）	249.54
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	6.59
经营活动现金流净额/发行后长期债务（倍）	1.42
发行后长期债务/EBITDA（倍）	0.68

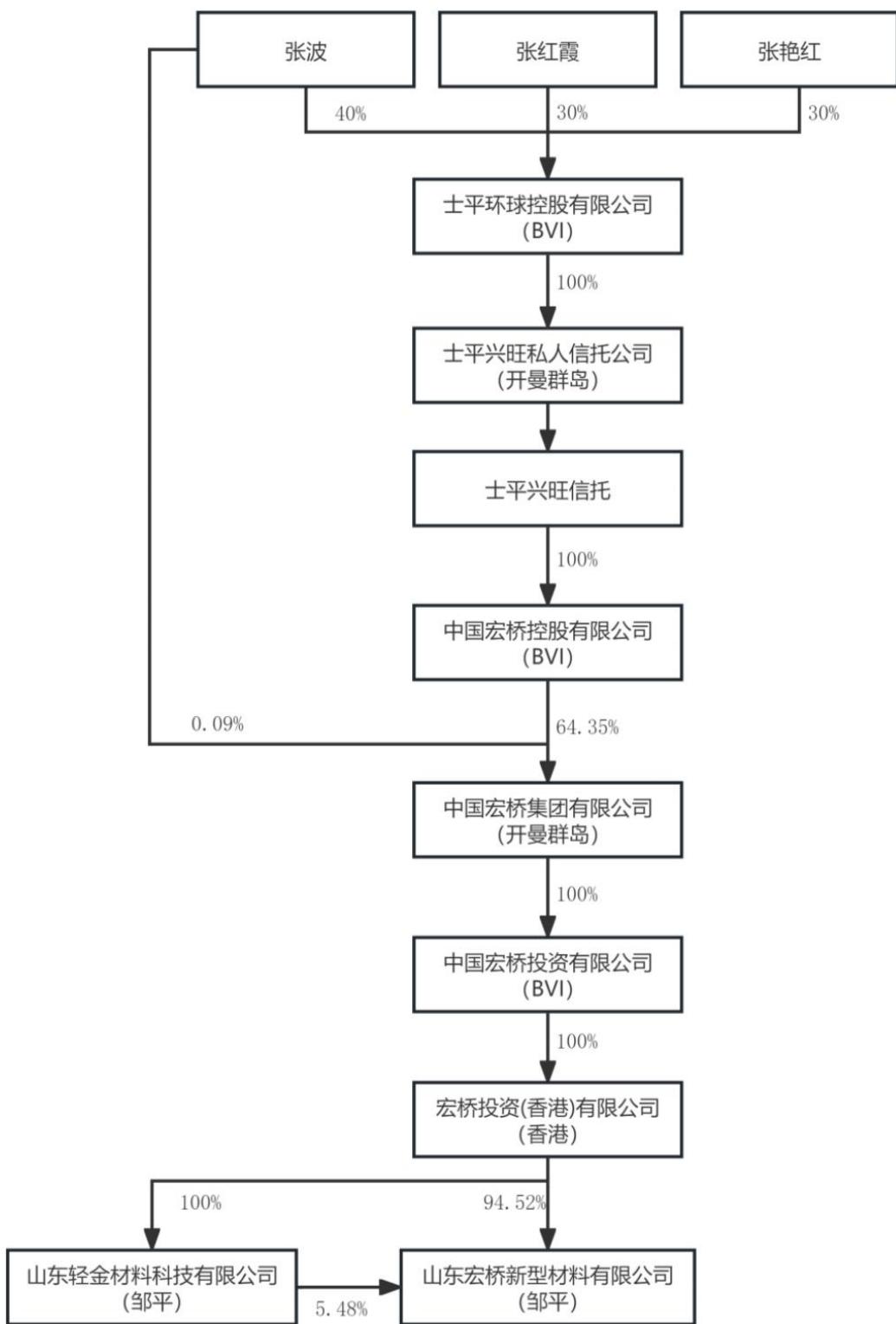
注：发行后长期债务为2025年3月底数据的基础上将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额；经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA均为2024年全年数据。

资料来源：联合资信整理

## 十一、评级结论

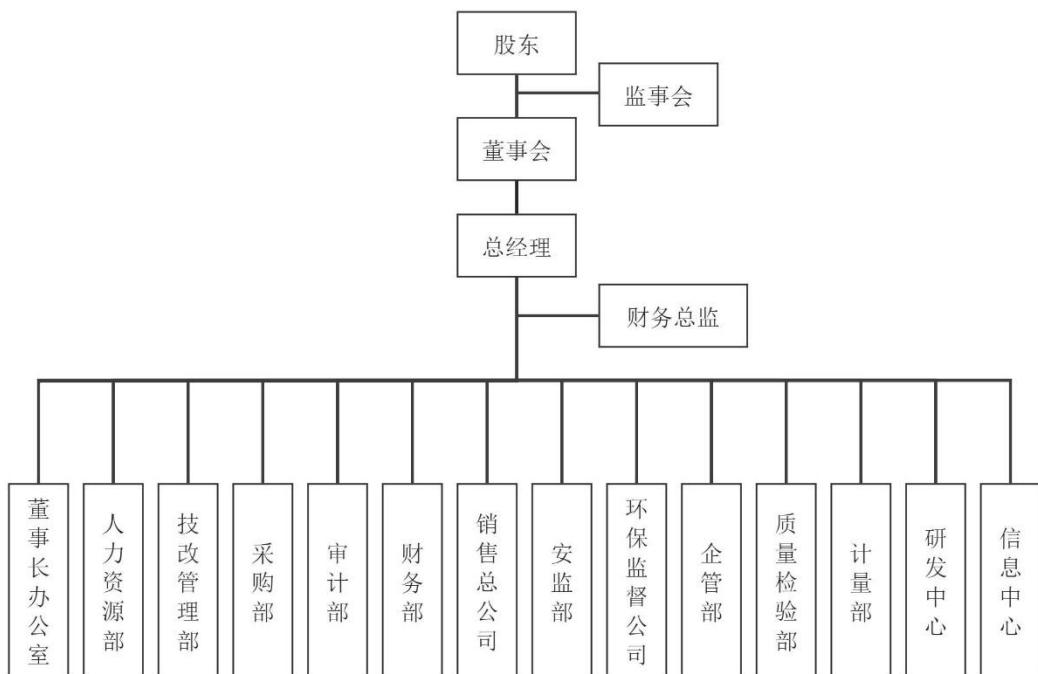
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期债项信用等级为AAA<sub>sti</sub>，评级展望为稳定。

## 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

## 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

## 附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
山东魏桥铝电有限公司	1300000.00	投资管理	100.00%	--	同一控制下的企业合并
山东宏拓实业有限公司	787032.50	投资管理	--	95.29%	投资设立
山东宏创铝业控股股份有限公司	113637.38	板带箔生产、加工、销售	22.98%	--	非同一控制下的企业合并

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	331.90	369.34	455.56	523.68
应收账款（亿元）	45.71	49.56	77.92	71.14
其他应收款（合计）（亿元）	122.15	155.04	118.90	133.09
存货（亿元）	363.83	332.98	360.16	347.11
长期股权投资（亿元）	61.59	64.32	69.45	76.69
固定资产（合计）（亿元）	510.63	533.17	489.63	506.09
在建工程（合计）（亿元）	75.13	77.52	169.89	156.28
资产总额（亿元）	1861.90	1983.10	2162.46	2247.44
实收资本（亿元）	117.59	117.59	117.59	117.59
少数股东权益（亿元）	48.86	64.86	31.15	30.45
所有者权益（亿元）	991.93	1075.81	1135.92	1199.70
短期债务（亿元）	442.24	467.61	401.98	437.58
长期债务（亿元）	105.89	121.65	240.33	244.54
全部债务（亿元）	548.13	589.25	642.32	682.12
营业总收入（亿元）	1297.12	1311.91	1517.18	401.73
营业成本（亿元）	1120.83	1120.04	1135.07	301.44
其他收益（亿元）	1.38	2.48	2.38	0.49
利润总额（亿元）	124.38	127.65	275.51	84.99
EBITDA（亿元）	209.97	219.74	369.01	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1368.28	1443.20	1614.81	441.10
经营活动现金流入小计（亿元）	1405.75	1500.49	1643.62	452.60
经营活动现金流量净额（亿元）	87.93	246.86	354.28	95.42
投资活动现金流量净额（亿元）	-154.88	-208.65	-157.24	-58.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	-145.07	-1.58	-66.78	25.50
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	8.83	12.80	16.36	--
存货周转次数（次）	3.82	3.21	3.28	--
总资产周转次数（次）	0.71	0.68	0.73	--
现金收入比（%）	105.49	110.01	106.43	109.80
营业利润率（%）	12.81	13.89	24.29	24.23
总资本收益率（%）	7.72	7.35	12.91	--
净资产收益率（%）	9.71	8.93	17.77	--
长期债务资本化比率（%）	9.65	10.16	17.46	16.93
全部债务资本化比率（%）	35.59	35.39	36.12	36.25
资产负债率（%）	46.73	45.75	47.47	46.62
流动比率（%）	138.02	136.07	155.48	160.30
速动比率（%）	89.41	90.57	104.05	111.88
经营现金流动负债比（%）	11.75	33.74	50.60	--
现金短期债务比（倍）	0.75	0.79	1.13	1.20
EBITDA 利息倍数（倍）	9.27	8.34	12.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.61	2.68	1.74	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将合并口径下其他流动负债中短期融资券计入短期债务，将长期应付款中有息部分计入长期债务；4. “--”表示该指标无法计算。

资料来源：联合资信根据财务报表整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	94.77	30.44	56.26	104.19
应收账款（亿元）	16.23	6.60	19.37	2.94
其他应收款（合计）（亿元）	140.54	198.14	209.20	238.89
存货（亿元）	11.51	0.00	0.98	0.00
长期股权投资（亿元）	243.43	248.78	250.49	251.10
固定资产（合计）（亿元）	0.10	0.10	0.10	0.10
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	600.81	630.44	653.79	706.64
实收资本（亿元）	117.59	117.59	117.59	117.59
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	354.94	323.15	306.48	406.93
短期债务（亿元）	85.43	81.87	63.10	99.82
长期债务（亿元）	39.84	60.06	121.54	99.19
全部债务（亿元）	125.28	141.93	184.64	199.01
营业总收入（亿元）	431.73	184.93	128.79	27.85
营业成本（亿元）	420.31	172.00	117.06	25.23
其他收益（亿元）	0.15	0.03	0.23	0.06
利润总额（亿元）	105.87	4.55	98.54	100.60
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	519.54	231.46	148.97	39.77
经营活动现金流入小计（亿元）	527.24	236.57	151.10	40.32
经营活动现金流量净额（亿元）	41.51	-7.57	14.79	11.31
投资活动现金流量净额（亿元）	-32.84	-60.35	85.93	0.87
筹资活动现金流量净额（亿元）	-32.84	-4.12	-63.10	35.48
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	11.07	10.17	6.83	--
存货周转次数（次）	47.63	29.88	237.77	--
总资产周转次数（次）	0.73	0.30	0.20	--
现金收入比（%）	120.34	125.16	115.67	142.77
营业利润率（%）	2.57	6.94	8.94	9.16
总资本收益率（%）	23.07	2.63	22.28	--
净资产收益率（%）	29.42	1.09	32.27	--
长期债务资本化比率（%）	10.09	15.67	28.40	19.60
全部债务资本化比率（%）	26.09	30.52	37.60	32.84
资产负债率（%）	40.92	48.74	53.12	42.41
流动比率（%）	153.90	124.07	144.31	192.24
速动比率（%）	148.31	124.07	143.85	192.24
经营现金流动负债比（%）	20.15	-3.06	6.86	--
现金短期债务比（倍）	1.11	0.37	0.89	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部数据未进行债务调整；3. “--”表示该指标无法计算，“/”表示该指标未获取  
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>(1/(n-1))-1</sup> ]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA<sub>sti</sub>、AA<sub>sti</sub>、A<sub>sti</sub>、BBB<sub>sti</sub>、BB<sub>sti</sub>、B<sub>sti</sub>、CCC<sub>sti</sub>、CC<sub>sti</sub>、C<sub>sti</sub>。除AAA<sub>sti</sub>级、CCC<sub>sti</sub>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 <sub>sti</sub>	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA <sub>sti</sub>	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A <sub>sti</sub>	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB <sub>sti</sub>	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB <sub>sti</sub>	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B <sub>sti</sub>	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC <sub>sti</sub>	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC <sub>sti</sub>	科技创新债券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 <sub>sti</sub>	科技创新债券不能偿还债务

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

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

## 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。