

山东宏桥新型材料有限公司

2026 年跟踪评级报告

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〕3389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 AAA，维持“25 鲁宏桥 MTN004”“25 鲁宏桥 GN002(乡村振兴)”“25 鲁宏桥 GN001”“24 鲁宏桥 GN002”“24 鲁宏桥 GN001”的信用等级为 AAA，并维持“26 鲁宏桥 MTN002(科创债)”“26 鲁宏桥 MTN001(科创债)”“26 鲁宏桥 GN001(科创债)”“25 鲁宏桥 GN005(科创债)”“25 宏桥 K1”“25 鲁宏桥 MTN009(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN008(科创债)”“25 鲁宏桥 GN004(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN007(科创债)”“25 鲁宏桥 GN003(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN003(科创票据)”“25 鲁宏桥 MTN002(科创票据)”“25 鲁宏桥 MTN001(科创票据)”“24 鲁宏桥 MTN009(科创票据)”“24 鲁宏桥 MTN008(科创票据)”“24 宏桥 K1”的信用等级为 AAA_{sti}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月二十九日

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。

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。

八、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。

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

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东宏桥新型材料有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/29
25 鲁宏桥 MTN004/25 鲁宏桥 GN002(乡村振兴)/25 鲁宏桥 GN001/24 鲁宏桥 GN002/24 鲁宏桥 GN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
26 鲁宏桥 MTN002(科创债)/26 鲁宏桥 MTN001(科创债)/26 鲁宏桥 GN001(科创债)/25 鲁宏桥 GN005(科创债)/25 宏桥 K1/25 鲁宏桥 MTN009(科创债)/25 鲁宏桥 MTN008(科创债)/25 鲁宏桥 GN004(科创债)/25 鲁宏桥 MTN007(科创债)	AAA _{stt} /稳定	AAA _{stt} /稳定	
25 鲁宏桥 GN003(科创债)/25 鲁宏桥 MTN003(科创票据)/25 鲁宏桥 MTN002(科创票据)/25 鲁宏桥 MTN001(科创票据)/24 鲁宏桥 MTN009(科创票据)/24 鲁宏桥 MTN008(科创票据)/24 宏桥 K1	AAA _{stt} /稳定	AAA/稳定	

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显著综合竞争优势。2025 年，国内电解铝延续产能新增受限格局，叠加下游需求持续增长，电解铝价格持续上行；氧化铝价格受供需平衡变化影响快速下降但公司氧化铝产销量增加，综合作用下公司主营业务收入持续增长，毛利率同比基本持平。随着产能搬迁和云南供电情况的改善，公司云南地区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，依托一体化产业布局与产能结构优化，公司经营具备坚实支撑，经营风险很低。同时，联合资信关注到公司供应商和客户集中度均较高，且关联交易及往来款规模较大。财务方面，2025 年，公司资产规模同比增长，资产质量良好，盈利能力很强，经营活动现金保持大额净流入；公司杠杆水平合理，债务结构优化，偿债指标表现非常好，财务风险极低。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，本报告跟踪债券违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

双碳目标下，相关政策对高耗能产业未来产能规模扩展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得以巩固。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：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。

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。**截至 2026 年 3 月底，公司氧化铝产能和电解铝产能在行业内排名前列。其中，以云南地区低成本清洁水电为依托所投产运营部分电解铝产能，已随着产能搬迁和云南地区产能利用率的提升，带动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。**2025 年，公司利润总额同比增长 14.19%，权益规模持续扩大；经营活动现金流保持大额净流入，对投资支出和债务本息偿付形成良好保障。

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、资金拆入拆出和提供担保，期末大额应收关联往来款项对公司资金形成占用，联合资信将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。**基于对国家双碳政策的响应和云南省水电的成本优势，公司逐步实施部分产能置换，相关在建项目资本支出规模大。同时，云南水电出力波动较大，电力供应阶段性紧张，联合资信将持续关注公司产能置换进展情况。
- **铝价波动对公司经营影响大，产品销售对大客户依赖度较高。**公司主营业务集中于铝行业，该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。受市场行情影响，2025 年公司铝土矿采购均价同比增长 5.90%。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [有色金属企业信用评级方法与模型 V4.1.202606](#)
 债项评级方法 [债项评级基本方法 V3.0.202207](#)
[科技创新债券信用评级方法 V4.1.202606](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	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	盈利能力		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：--				--
模型级别				AAA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》及《有色金属企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

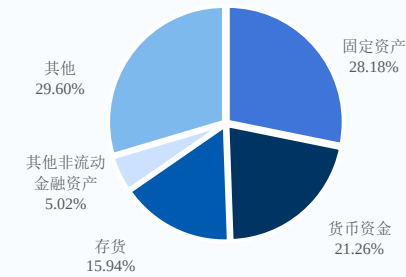
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	369.34	455.56	499.11	429.58
资产总额（亿元）	1983.10	2162.46	2250.59	2244.48
所有者权益（亿元）	1075.81	1135.92	1236.28	1318.54
短期债务（亿元）	467.61	401.98	260.78	182.19
长期债务（亿元）	121.65	240.33	424.32	447.41
全部债务（亿元）	589.25	642.32	685.10	629.60
营业总收入（亿元）	1311.91	1517.18	1583.72	415.52
利润总额（亿元）	127.65	275.51	314.61	105.95
EBITDA（亿元）	219.74	369.01	409.23	--
经营性净现金流（亿元）	246.86	354.28	316.29	104.92
EBITDA 利润率（%）	16.75	24.32	25.84	--
总资产报酬率（%）	7.77	14.02	15.16	--
资产负债率（%）	45.75	47.47	45.07	41.25
全部债务资本化比率（%）	35.39	36.12	35.66	32.32
流动比率（%）	136.07	155.48	189.01	232.08
经营现金流动负债比（%）	33.74	50.60	56.24	--
现金短期债务比（倍）	0.79	1.13	1.91	2.36
EBITDA 利息倍数（倍）	8.34	12.88	14.63	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.68	1.74	1.67	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	630.44	653.79	844.47	754.17
所有者权益（亿元）	323.15	306.48	511.22	509.91
全部债务（亿元）	141.93	184.64	216.20	185.81
营业总收入（亿元）	184.93	128.79	103.86	26.84
利润总额（亿元）	4.55	98.54	353.50	-1.30
资产负债率（%）	48.74	53.12	39.46	32.39
全部债务资本化比率（%）	30.52	37.60	29.72	26.71
流动比率（%）	124.07	144.31	241.19	411.91
经营现金流动负债比（%）	-3.06	6.86	1.30	--

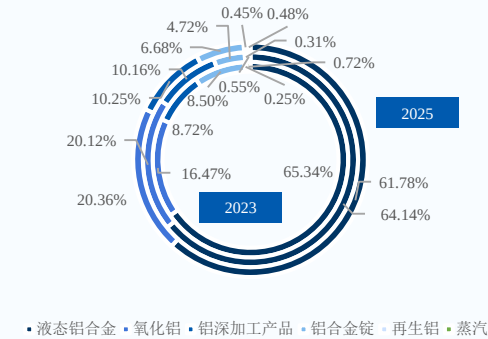
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将合并口径下其他流动负债中短期融资券计入短期债务，将长期应付款中有息部分计入长期债务；4. 公司本部口径未做债务调整；5. “--”表示该指标无法计算，“/”表示该指标未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

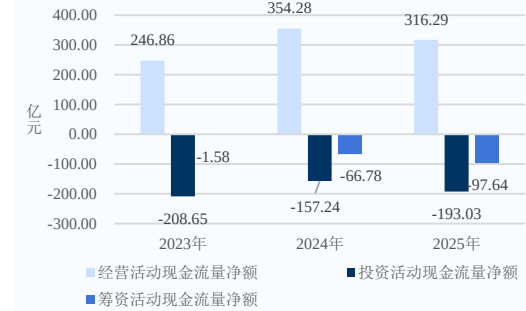
2025 年底公司资产构成



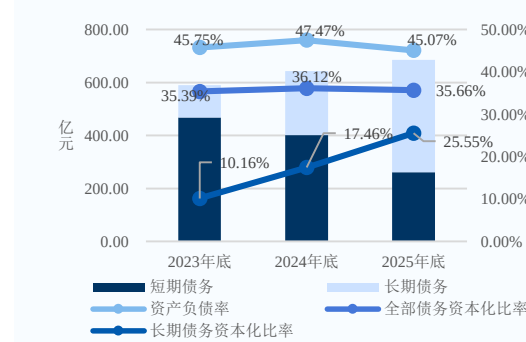
2023—2025 年公司主营业务收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
26 鲁宏桥 MTN002(科创债)	10.00	10.00	2031/04/22	--
26 鲁宏桥 MTN001(科创债)	5.00	5.00	2031/03/18	--
26 鲁宏桥 GN001(科创债)	5.00	5.00	2031/02/06	--
25 鲁宏桥 GN005(科创债)	5.00	5.00	2030/11/20	--
25 宏桥 K1	10.00	10.00	2027/08/14	控制权变更，经营维持承诺，交叉保护，偿债保障承诺
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)	10.00	10.00	2028/08/08	--
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)	5.00	5.00	2030/07/31	--
25 鲁宏桥 GN004(科创债)	5.00	5.00	2028/07/11	--
25 鲁宏桥 MTN007(科创债)	10.00	10.00	2028/06/20	--
25 鲁宏桥 GN003(科创债)	5.00	5.00	2030/05/29	--
25 鲁宏桥 MTN004	10.00	10.00	2027/05/08	--
25 鲁宏桥 MTN003(科创票据)	10.00	10.00	2028/04/17	--
25 鲁宏桥 GN002(乡村振兴)	3.00	3.00	2030/04/02	--
25 鲁宏桥 MTN002(科创票据)	10.00	10.00	2028/02/20	--
25 鲁宏桥 MTN001(科创票据)	5.00	5.00	2030/01/16	--
25 鲁宏桥 GN001	3.00	3.00	2028/01/09	--
24 鲁宏桥 GN002	3.00	3.00	2027/09/13	--
24 鲁宏桥 MTN009(科创票据)	10.00	10.00	2027/08/08	--
24 鲁宏桥 MTN008(科创票据)	10.00	10.00	2027/07/26	--
24 鲁宏桥 GN001	3.00	3.00	2027/07/11	--
24 宏桥 K1	5.00	5.00	2027/07/03	控制权变更，经营维持承诺，交叉保护，偿债保障承诺

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告					
26 鲁宏桥 MTN002(科创债) 26 鲁宏桥 MTN001(科创债) 26 鲁宏桥 GN001(科创债) 25 鲁宏桥 GN005(科创债) 25 鲁宏桥 MTN009(科创债) 25 鲁宏桥 MTN008(科创债) 25 鲁宏桥 GN004(科创债) 25 鲁宏桥 MTN007(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2026/05/15	邓淇匀 景雪	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 有色金属企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文					
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 25 鲁宏桥 MTN004 25 鲁宏桥 MTN003(科创票据) 25 鲁宏桥 GN002(乡村振兴) 25 鲁宏桥 MTN002(科创票据) 25 鲁宏桥 MTN001(科创票据) 25 鲁宏桥 GN001 24 鲁宏桥 GN002 24 鲁宏桥 MTN009(科创票据) 24 鲁宏桥 MTN008(科创票据) 24 鲁宏桥 GN001											
26 鲁宏桥 MTN002(科创债) 26 鲁宏桥 MTN001(科创债) 26 鲁宏桥 GN001(科创债)							AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2026/04/07	邓淇匀 景雪	阅读全文
25 宏桥 K1											
25 鲁宏桥 GN005(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN009(科创债) 25 鲁宏桥 MTN008(科创债) 25 鲁宏桥 GN004(科创债) 25 鲁宏桥 MTN007(科创债) 25 鲁宏桥 GN003(科创债)							AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2026/03/12	邓淇匀 景雪	阅读全文
24 宏桥 K1											
25 鲁宏桥 MTN004											
25 鲁宏桥 GN002(乡村振兴)											
25 鲁宏桥 MTN003(科创票据)											
25 鲁宏桥 MTN002(科创票据) 25 鲁宏桥 MTN001(科创票据) 25 鲁宏桥 GN001 24 鲁宏桥 GN002	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2026/01/06	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 宏桥 K1											
25 鲁宏桥 GN005(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债) 25 鲁宏桥 GN004(科创债) 25 鲁宏桥 MTN007(科创债) 25 鲁宏桥 GN003(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/07/29	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 GN005(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN004(科创债) 25 鲁宏桥 MTN007(科创债) 25 鲁宏桥 GN003(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/07/21	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN004(科创债) 25 鲁宏桥 MTN007(科创债) 25 鲁宏桥 GN003(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/07/25	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN004(科创债) 25 鲁宏桥 MTN007(科创债) 25 鲁宏桥 GN003(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/07/10	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN004(科创债) 25 鲁宏桥 MTN007(科创债) 25 鲁宏桥 GN003(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/06/11	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN007(科创债) 25 鲁宏桥 GN003(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/06/04	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/23	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2025/04/11	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2025/03/13	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2025/03/11	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2025/01/26	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2024/12/31	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2024/12/27	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											
25 鲁宏桥 GN003(科创债) 24 宏桥 K1 25 鲁宏桥 MTN004	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2024/07/26	牛文婧 邓淇匀	阅读全文						
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)											
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)											

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

项目组成员：张琳 zhanglin@lhratings.com



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。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 年至 2025 年，宏桥香港全资子公司山东轻金材料科技有限公司（以下简称“山东轻金”）回购/受让原引战股东所持公司股份。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本为 117.59 亿元，宏桥香港直接持有公司 94.52% 的股权，为公司控股股东；中国宏桥通过中国宏桥投资有限公司和宏桥香港间接控制山东宏桥；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 2026 年 3 月底，公司设有营销中心、工程管理部、采购与供应链管理中心、矿石采购供应部、生产运营管理中心、安监部、环保部、质量检验部、计量部等职能部门（详见附件 1—2）。公司拥有一家上市子公司山东宏桥铝业控股股份有限公司（以下简称“宏桥控股”，股票代码“002379.SZ”）¹，截至 2026 年 3 月底，公司直接持有宏桥控股 2% 的股权、间接持有宏桥控股 86.98% 的股权，所持股份未质押。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 2250.59 亿元，所有者权益 1236.28 亿元（含少数股东权益 67.13 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 1583.72 亿元，利润总额 314.61 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 2244.48 亿元，所有者权益 1318.54 亿元（含少数股东权益 74.81 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 415.52 亿元，利润总额 105.95 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

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，余额合计 142.00 亿元。其中，除尚未到首个付息日的债券外，其余债券均已在跟踪期内按期支付利息，募集资金已按规定用途使用。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
26 鲁宏桥 MTN002(科创债)	10.00	10.00	2026/04/22	5
26 鲁宏桥 MTN001(科创债)	5.00	5.00	2026/03/18	5
26 鲁宏桥 GN001(科创债)	5.00	5.00	2026/02/06	5
25 鲁宏桥 GN005(科创债)	5.00	5.00	2025/11/20	5
25 宏桥 K1	10.00	10.00	2025/08/14	2
25 鲁宏桥 MTN009(科创债)	10.00	10.00	2025/08/08	3
25 鲁宏桥 MTN008(科创债)	5.00	5.00	2025/07/31	5
25 鲁宏桥 GN004(科创债)	5.00	5.00	2025/07/11	3
25 鲁宏桥 MTN007(科创债)	10.00	10.00	2025/06/20	3
25 鲁宏桥 GN003(科创债)	5.00	5.00	2025/05/29	5
25 鲁宏桥 MTN004	10.00	10.00	2025/05/08	2
25 鲁宏桥 MTN003(科创票据)	10.00	10.00	2025/04/17	3
25 鲁宏桥 GN002(乡村振兴)	3.00	3.00	2025/04/02	5
25 鲁宏桥 MTN002(科创票据)	10.00	10.00	2025/02/20	3
25 鲁宏桥 MTN001(科创票据)	5.00	5.00	2025/01/16	5

¹ 宏桥控股原名山东宏创铝业控股股份有限公司，通过发行股份的方式购买公司间接控股子公司山东宏拓实业有限公司 100% 股权，于 2025 年 12 月 31 日完成资产交割及股权工商变更等相关工作，并于 2026 年 1 月 28 日更名为现名。

25 鲁宏桥 GN001	3.00	3.00	2025/01/09	3
24 鲁宏桥 GN002	3.00	3.00	2024/09/13	3
24 鲁宏桥 MTN009(科创票据)	10.00	10.00	2024/08/08	3
24 鲁宏桥 MTN008(科创票据)	10.00	10.00	2024/07/26	3
24 鲁宏桥 GN001	3.00	3.00	2024/07/11	3
24 宏桥 K1	5.00	5.00	2024/07/03	3

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的最大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、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。2025 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 2026 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[《2026 年有色金属行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司在生产规模、成本控制、产业链布局及产业集群效应等方面保持很强的综合竞争优势。

跟踪期内，公司实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变动。

公司在山东地区设有邹平、滨州、魏桥、惠民、阳信、沾化、博兴、北海、威海、临沂 10 个生产基地，铝的各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，可降低运输成本。公司采用液态铝合金的销售方式，将液

态铝合金从公司生产车间直接运往产业集群内企业，节约公司的铸锭成本和下游厂商的重熔成本。截至 2026 年 3 月底，公司电解铝年产能排在行业内排名前列，规模化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。在原材料供应方面，为了保证公司氧化铝的生产，中国宏桥在几内亚参股投资铝矾土项目，公司与几内亚、澳大利亚等国的铝矾土供应企业签署长期合同。公司氧化铝产能可满足生产所需。电力供应方面，公司拥有自备电厂和自建输电网络，山东主要生产基地由自建电网连接，集中供电，运营效率高；此外公司以云南地区低成本清洁水电为依托已投产运营部分电解铝产能。截至 2026 年 3 月底，公司电力自给率为 45.24%。

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2026 年 4 月 24 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被列入全国失信被执行人名单，公司本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

2025 年以来，公司进一步优化经营管理架构，高管人员由 3 名变更为 2 名（含总经理 1 名、财务总监 1 名），其他管理方面无重大变动。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，受益于铝产品市场价格的提升，公司主营业务收入同比增长；同期，氧化铝价格受供需环境影响而快速下降，综合作用下公司主营业务毛利率同比基本持平。2026 年一季度，公司收入规模及毛利率同比进一步提升。

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。2025 年，电解铝价格受需求旺盛影响而持续上升，氧化铝价格快速回落但产销量增加，共同推升公司主要产品销售收入规模，各项产品毛利率随产品价格变化而同向变动。公司另有蒸汽销售及再生铝业务，业务收入占比很低。综合以上因素，公司主营业务收入同比增长 4.45%，毛利率同比基本持平。

图表 2 • 2023—2025 年及 2026 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	2023 年			2024 年			2025 年			2026 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	837.50	65.34%	16.86%	951.71	64.14%	24.47%	957.42	61.78%	28.98%	246.53	60.95%	38.12%
氧化铝	211.09	16.47%	2.92%	298.51	20.12%	30.26%	315.55	20.36%	16.05%	63.56	15.71%	1.09%
铝深加工产品	111.79	8.72%	13.17%	150.77	10.16%	18.84%	158.91	10.25%	17.91%	54.13	13.38%	26.82%
铝合金锭	108.91	8.50%	16.21%	70.01	4.72%	18.21%	103.55	6.68%	21.69%	34.13	8.44%	35.08%
再生铝	3.26	0.25%	5.90%	4.59	0.31%	26.10%	6.98	0.45%	27.17%	2.12	0.52%	47.68%
蒸汽	9.25	0.72%	-11.86%	8.12	0.55%	-9.45%	7.37	0.48%	-31.59%	4.04	1.00%	-11.95%
合计	1281.81	100.00%	13.95%	1483.71	100.00%	24.59%	1549.76	100.00%	24.43%	404.51	100.00%	30.08%

资料来源：公司提供

2026 年 1—3 月，公司主营业务收入同比增长 2.83%，毛利率同比提升 5.42 个百分点，主要系铝产品价格较上年同期提升且主要原材料采购价格下降所致。其中，氧化铝毛利率大幅下降，主要系氧化铝销售价格进一步回落所致。

原材料采购

2025 年，公司各主要原材料采购价格受市场供需变化影响而波动，整体采购金额持续增长。公司部分电力自给，氧化铝自给率较高，但随着产能向云南逐步搬迁，二者自给率逐步下降，未来电价和电煤价格的波动可能削弱公司的成本优势。

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，而氧化铝的原材料主要为铝矾土。2025 年，随着铝产品整体产量的增加，公司主要原材料采购总额持续增长。同期，得益于用电及其他成本的下降，公司吨铝原材料成本同比下降。

图表 3 • 公司主要原材料采购金额（单位：亿元）

原材料	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
铝矾土	247.26	268.52	300.94	63.98
氧化铝	73.62	121.80	113.22	26.62
阳极炭块	127.77	110.57	140.35	37.47
电力外购	192.17	217.81	227.74	58.73
电煤	203.62	194.22	141.16	31.34
合计	844.44	912.92	923.41	218.14

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，随着部分山东地区产能陆续搬迁至云南，云南产线采用外购电力，公司电力外采量提升、电力自给率下降。截至 2025 年底公司电力自给率为 44.92%。2025 年，受市场因素影响，电煤价格及电力外购均价同比下降，但随着电力自给率的持续下滑，公司电力成本控制仍面临一定压力。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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
电力自给率	52.02%	49.49%	44.92%	45.24%

注：自给率=自发电量/总用电量
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；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为外部采购。随着产能向云南搬迁，公司氧化铝自给率逐步下降，2025 年为 71.93%。采购金额方面，2025 年公司氧化铝采购量持续攀升，但采购金额因氧化铝价格随市场供需变化迅速下降而呈现回落；2026 年 1—3 月，公司氧化铝采购价格和采购量仍延续上年趋势。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参与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。2025 年，公司铝土矿采购量随氧化铝产量增加而增长，采购均价受市场行情影响同比增长 5.90%，2026 年一季度有所回落。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。2025 年，公司阳极炭块采购量同比基本持平；受阳极炭块原料端价格变动影响，公司阳极炭块采购均价和采购金额同比回升。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，2025 年，公司前五大供应商中第一和第二大供应商均为关联方，分别向 GTS GLOBAL TRADING PTE LTD（以下简称“GTS”，中国宏桥通过宏桥香港间接持股 25%）采购铝矾土、向参股公司邹平滨能能源科技有限公司（以下简称“滨能能源”，公司间接持股 37.50%）采购电力。公司前五大供应商占总采购金额的比重在 30%上下，集中度较为稳定。

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（%）	采购原材料	是否为关联方
2023 年	滨能能源	144.00	10.96	电力	是
	GTS	141.40	10.76	铝矾土	是
	供应商 3	58.36	4.44	电力	否
	供应商 4	41.62	3.17	铝矾土	否
	供应商 5	27.28	2.08	铝矾土	否
	合计	412.66	31.40	--	--
2024 年	GTS	195.88	12.51	铝矾土	是
	滨能能源	138.38	8.84	电力	是
	供应商 3	80.07	5.12	电力	否
	供应商 4	35.24	2.25	铝矾土	否
	供应商 5	19.57	1.25	煤炭	否
	合计	469.14	29.97	--	--
2025 年	GTS	235.05	13.42	铝矾土	是
	滨能能源	127.06	7.25	电力	是
	供应商 3	96.09	5.49	电力	否

2026 年 1—3 月	供应商 4	40.03	2.29	阳极炭块	否
	供应商 5	31.10	1.78	铝矾土	否
	合计	529.33	30.22	--	--
	GTS	46.31	11.36	铝矾土	是
	滨能能源	29.58	7.26	电力	是
	供应商 3	28.02	6.87	电力	否
	供应商 4	10.31	2.53	阳极炭块	否
	供应商 5	7.97	1.95	铝矾土	否
	合计	122.18	29.96	--	--

注：2025 年、2026 年 1-3 月供应商 4 为同一控制人下两家子公司合并统计。

资料来源：公司提供

产品生产

跟踪期内，公司电解铝产能无变化，云南地区电解铝产能及产量有所增加。公司电解铝产能利用率高，但仍需关注云南地区水电阶段性供应紧张对公司电解铝项目产能释放的影响。

近年，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。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，文山和红河电解铝项目边建设边投产，并根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投产进度。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，2025 年整体较上年同期变化不大，产品结构仍以液态铝合金为主，铝锭生产随液铝订单变化而动态调整。

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。2025 年，公司电解铝产品销售均价持续攀升，液态铝合金和铝合金锭的合计销量同比基本持平；氧化铝价格随市场呈现快速回落，外销量同比大幅增长。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		2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
液态铝合金	销售均价	1.65	1.75	1.82	2.10
	销量	508.75	543.39	525.94	117.46
	产销率	90.81%	89.57%	89.58%	84.32%
铝合金锭	销售均价	1.65	1.76	1.83	2.11
	销量	66.09	39.79	56.51	16.17
	产销率	100.19%	85.62%	87.91%	66.28%
铝深加工产品	销售均价	2.00	2.05	2.09	2.28
	销量	55.90	73.58	71.66	22.58
	产销率	83.11%	79.10%	91.74%	88.34%
氧化铝	销售均价	0.24	0.34	0.28	0.23
	销量	872.18	871.33	1114.10	271.87
	产销率	48.72%	47.81%	55.32%	56.86%

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，2025 年，液态铝合金和铝合金锭的合计销量同比基本持平，产销率变动不大；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。铝深加工产品产销率于 2024 及 2025 年呈现波动，主要由于 2024 年部分收入受统计时点影响确认在 2025 年。2025 年公司氧化铝产销率同比提升，主要系外销量增加所致。

产品销售价格方面，2025 年以来，除氧化铝价格随市场供需变化而回落，公司主要产品销售价格持续提升。结算方式方面，除铝深加工产品为货到收款外，其他铝产品均为先款后货。

从前五大客户来看，随着公司部分电解铝产能搬迁至云南，公司主要客户随之在周边配套建厂且已逐步投产，公司客户集中度保持较高水平，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
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
	合计	600.09	46.82	--
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
	合计	689.95	46.50	--
2025 年	客户 1	505.09	32.59	否
	客户 2	99.40	6.41	否
	客户 3	77.85	5.02	否
	客户 4	53.70	3.47	否
	客户 5	52.58	3.39	否
	合计	788.62	50.89	--
2026 年 1—3 月	客户 1	131.91	32.61	否
	客户 2	26.76	6.62	否
	客户 3	22.30	5.51	否
	客户 4	14.65	3.62	否
	客户 5	11.29	2.79	否
	合计	206.91	51.15	--

资料来源：公司提供

经营效率

2025 年，公司经营效率指标呈现提升，但与同行业企业相比仍有待提高。

从经营效率指标看，2025 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数同比提升，总资产周转次数同比变动不大。由于公司原材料库存较高且应收关联方借款占用资金，与同行业其他企业相比，公司经营效率有待提升。

图表 8 • 2025 年同行业公司经营效率指标对比（单位：次）

公司名称	山东宏桥	中国铝业股份有限公司	云南铝业股份有限公司
存货周转率	3.32	8.16	9.96
应收账款周转率	21.36	46.36	174.48
总资产周转率	0.72	1.09	1.40

资料来源：联合资信公开资料整理

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、关联往来以及融资产生的担保和资金拆入拆出，需关注公司关联交易对其独立性带来的不利影响，以及大额关联方应收款项对资金的占用和回款风险。

2025 年，公司采购商品和接受劳务产生的关联交易合计金额占营业成本比例升至 32.30%，仍主要为从滨能能源采购电力、从 GTS 采购铝矾土等，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，融资由关联方及向关联方提供担保。截至 2025 年底，公司主要与中国宏桥及山东魏桥铝业股份有限公司参股的几内亚西芒杜铁矿项目相关公司存在资金拆入和拆出，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		
	2023 年	2024 年	2025 年
采购商品/接受劳务	306.16	357.05	384.97
占营业成本比例（%）	27.33	23.53	32.30
销售商品/提供劳务	2.84	4.67	7.32
占营业总收入比例（%）	0.22	0.31	0.46
关联担保-作为被担保方	138.49	91.62	42.32
关联担保-作为担保方	1.41 亿美元	27.67	20.93
关联资金拆入	3.60	13.74	3.90
关联资金拆出	--	30.28	34.92

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. 担保不含履约担保；3. 本表中数据除非表明货币单位，否则单位统一为亿元；4. 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，2025 年汇率按 1 美元=7.0288 人民币计算，1 港币=0.90322 人民币。
资料来源：公司提供

图表 10 • 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		
		2023 年	2024 年	2025 年
采购商品/接收劳务	GTS	141.40	195.88	235.05
	滨能能源	144.00	138.38	127.06
	创新炭材料	16.77	13.88	16.89
	中国宏桥	1.31	5.80	--
关联担保-公司为担保方	中国宏桥	1.41 亿美元	26.56	19.07
关联方担保-公司为被担保方	山东魏桥创业集团有限公司	58.00	66.00	19.80
	中国宏桥	62.49	25.62	22.52
关联资金拆入	中国宏桥	--	9.21	--
	山东宏桥融资租赁有限公司	3.60	4.53	3.90
关联资金拆出	Winning Consortium Simandou Railway SA	--	30.28	20.29
	Winning Consortium Simandou Ports SA	--	--	10.22
	Winning Consortium Simandou SA	--	--	4.41

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. 担保不含履约担保；3. 本表中数据除非表明货币单位，否则单位统一为亿元；4. 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，2025 年汇率按 1 美元=7.0288 人民币计算，1 港币=0.90322 人民币。
资料来源：公司提供

图表 11 • 公司关联方资金项目往来余额情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
关联方资金拆入本金余额	26.30	30.90	25.38
关联方资金拆出本金余额	--	50.62	84.23
关联方应收项目余额	188.64	185.05	170.82
关联方应付项目余额	51.51	72.82	77.96

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。如 2025 年汇率按 1 美元=7.0288 人民币，1 港币=0.9032 人民币，1 印尼卢比=0.0004176 人民币。
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2 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 2026 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产能置换项目，以及多个其他在建项目，未来一年内资本支出需求大。

云南文山项目是云南绿色铝创新产业园项目，目前已基本建成。

云南红河项目是云南绿色铝碳中和示范产业园领建项目，该项目可以提高公司清洁能源占比，利用国家鼓励且云南省富余的水电能为能源生产高端铝材，在云南打造绿色能源驱动的铝产业集群，项目已于 2023 年 8 月开工建设。

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。

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。深圳区域总部项目位于深圳市宝安区中心区，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。

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。

图表 12 • 截至 2026 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		已投金额	未来投资计划		
		自有资金	外部筹资		2026 年 4—12 月	2027 年	2028 年及以后
云南文山项目	128.00	88.00	40.00	123.78	1.20	1.80	1.22
云南红河项目	172.79	69.12	103.68	53.51	17.00	10.00	92.29
合计	300.79	157.12	143.68	177.29	18.20	11.80	93.51

资料来源：公司提供

图表 13 • 截至 2026 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	已完成投资额	2026 年 4—12 月计划投资额	2027 年计划投资额	2028 年及以后计划投资额	资金来源
云南宏桥新能源光伏项目	146.23	72.43	73.80	--	--	自有资金及外部筹资
轻量化项目	50.82	14.93	4.01	9.66	22.22	自有资金及外部筹资
渤海科创城产业园项目	55.00	41.86	1.87	1.60	9.67	自有资金
深圳区域总部项目	23.78	11.52	2.78	3.91	5.57	自有资金及外部筹资
合计	275.83	140.74	82.46	15.17	37.46	--

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。

（四）财务方面

公司提供了 2025 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，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年 1—3 月财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围较上年同期相比新增加 6 家子公司；2026 年 1—3 月，公司合并范围增加 5 家子公司。截至 2026 年 3 月底，公司合并范围内共计 116 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 主要财务数据变化

（1）资产质量

2025 年，公司资产规模有所增长，资产结构较为均衡；流动资产中货币资金及存货占比较高，非流动资产中固定资产占比较高；关联方借款和往来款规模较大，对公司资金形成占用。公司资产受限比例低，整体资产质量良好。

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底增长 4.08%，资产结构较为均衡，非流动资产占比小幅上升。截至 2025 年末，受益于盈利和经营获现规模的提升，公司货币资金较上年底增长 7.39%，构成中 90%以上为银行存款，受限比例低；应收账款较上年底有所下降，账龄主要集中在 1 年以内；其他应收款较上年底下降 46.20%，构成以关联方往来款为主，期限集中在 1~2 年以内，欠款方主要是中国宏桥及其子公司；存货较上年底持平，主要由原材料、在产品等构成，累计跌价准备计提比例 2.39%；其他非流动金融资产主要为公司投资的四个合伙企业，投资标的主要为公司产业的配套项目，以公允价值计量，尚未分红；长期应收款较上年底增长 64.55%，构成主要为关联方资金拆借；长期股权投资主要为对参股企业的投资，包括对滨能能源、Winning Consortium Holdings Pte. Ltd 等企业的投资；固定资产较上年底增长 29.54%、在建工程较上年底下降 58.94%，主要由于云南低碳铝建设项目、云南新能源光伏项目、沾化汇宏氧化铝项目等完工部分转入固定资产所致；无形资产主要为土地使用权。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产规模及结构较上年底变化不大。其中，货币资金减少，其他应收款增加，主要为向中国宏桥提供短期往来款所致。截至 2026 年 3 月底，公司受限资产占资产总额的比例为 6.00%，主要由保证金、抵质押的固定资产、无形资产、应收账款等构成，受限比例不高。

图表 14 • 公司资产变化情况（单位：亿元）

关键财务数据	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	995.66	50.21	1088.66	50.34	1063.08	47.24	1047.57	46.67
货币资金	312.39	15.75	445.52	20.60	478.44	21.26	400.99	17.87
应收账款	49.56	2.50	77.92	3.60	70.40	3.13	74.52	3.32
其他应收款	155.04	7.82	118.90	5.50	63.97	2.84	118.35	5.27
存货	332.98	16.79	360.16	16.65	358.71	15.94	348.81	15.54
非流动资产	987.45	49.79	1073.81	49.66	1187.51	52.76	1196.91	53.33
其他非流动金融资产	108.89	5.49	105.00	4.86	113.05	5.02	121.92	5.43
长期应收款	22.02	1.11	52.26	2.42	85.98	3.82	88.76	3.95
长期股权投资	64.32	3.24	69.45	3.21	83.68	3.72	87.17	3.88
固定资产	533.17	26.89	489.63	22.64	634.28	28.18	629.25	28.04
在建工程	77.52	3.91	169.89	7.86	69.76	3.10	63.45	2.83
无形资产	86.34	4.35	86.89	4.02	88.41	3.93	88.11	3.93
资产总额	1983.10	100.00	2162.46	100.00	2250.59	100.00	2244.48	100.00

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
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 15 • 截至 2026 年 3 月底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额的比例	受限原因
货币资金	23.48	1.05%	保证金、诉讼冻结及其他
应收票据	2.14	0.10%	票据质押、未到期票据背书及贴现
应收账款	24.17	1.08%	应收款项质押、保理转让未终止确认
固定资产	62.69	2.79%	借款抵押、融资租赁
无形资产	20.56	0.92%	借款抵押
其他权益工具投资	1.11	0.05%	股权质押
其他流动资产	0.53	0.02%	仓单质押
合计	134.68	6.00%	--

资料来源：公司提供

（2）资本结构

2025 年以来，随着利润留存积累，公司所有者权益持续增长，未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。公司债务规模有所波动，债务结构得到优化，债务杠杆控制在合理水平。

截至 2025 年底，公司所有者权益 1236.28 亿元，较上年底增长 8.84%，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 94.57%，少数股东权益占比为 5.43%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 9.51%、4.17%、6.46%和 73.34%，所有者权益中未分配利润占比较大。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 1318.54 亿元，较上年底增长 6.65%，权益结构变动小。

截至 2025 年底，公司负债规模较上年底小幅下降，负债期限结构拉长，流动负债占 55.45%、非流动负债占 44.55%。截至 2025 年底，公司短期借款较上年底大幅下降，构成主要为保证借款，另有少部分抵押和质押借款；应付账款较上年底下降 7.88%，期限主要为 1 年以内；其他应付款较上年底增长 20.48%，构成主要为工程设备款、质保金等，增长主要系设备款及工程进度款、应付股利增加所致；由于项目贷陆续提款，长期借款较上年底增长 127.85%，主要由保证借款和抵押借款构成；应付债券较上年底增长 42.76%，主要由于年内发行多支中期票据和公司债券，截至 2025 年底公司存续债券余额合计 202.00 亿元，于 2026—2028 年到期余额分别占 32.18%、32.67%、23.76%，期限分布相对均衡；长期应付款较上年底小幅增长，构成为融资租赁款；其他非流动负债

2024 年底构成主要为子公司引战资金和第三方投资款，2025 年部分回购、部分重分类至少数股东权益。截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 8.71%；随着短期借款、一年内到期的非流动负债的到期偿还，流动负债占比进一步下降；其他应付款较上年底下降 29.24%，主要系支付设备款及工程进度款和应付股利所致。

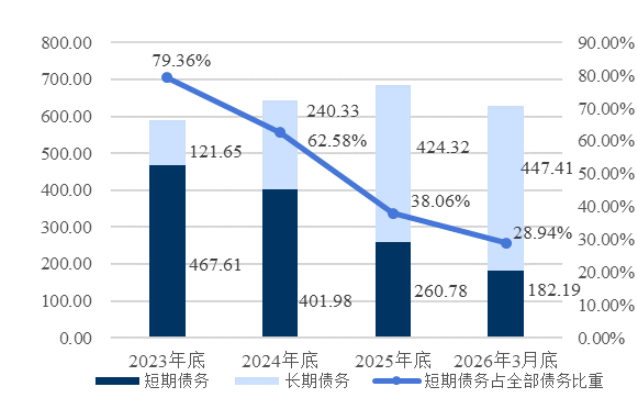
图表 16 • 公司负债变化情况（单位：亿元）

关键财务数据	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	731.70	80.65	700.17	68.21	562.43	55.45	451.38	48.75
短期借款	225.43	24.85	229.33	22.34	100.66	9.92	67.97	7.34
应付账款	88.18	9.72	110.30	10.74	101.60	10.02	95.87	10.35
其他应付款	86.93	9.58	103.50	10.08	124.69	12.29	88.24	9.53
一年内到期的非流动负债	169.18	18.65	138.15	13.46	136.56	13.46	91.63	9.90
非流动负债	175.59	19.35	326.37	31.79	451.87	44.55	474.56	51.25
长期借款	71.11	7.84	107.48	10.47	244.88	24.14	250.15	27.02
应付债券	32.06	3.53	95.54	9.31	136.39	13.45	146.45	15.82
长期应付款	13.95	1.54	34.06	3.32	36.00	3.55	42.36	4.58
其他非流动负债	29.65	3.27	57.31	5.58	--	--	--	--
负债总额	907.29	100.00	1026.54	100.00	1014.31	100.00	925.93	100.00

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。
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

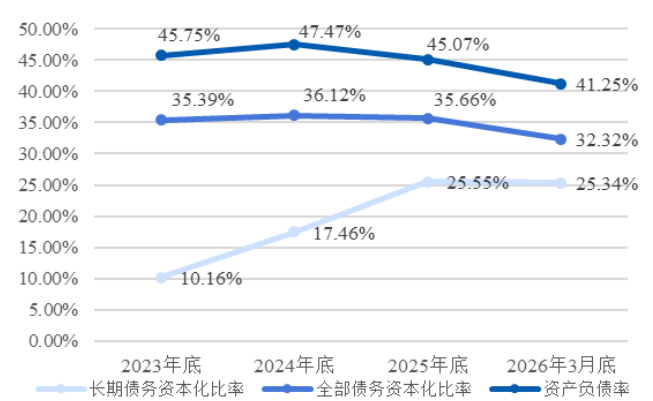
有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务较上年底增长 6.66%，债务结构转为以长期债务为主，债务结构得到改善。截至 2025 年底，公司全部债务 685.10 亿元，长期债务占比为 61.94%。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.07%、35.66%和 25.55%，债务压力尚可。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 629.60 亿元，较上年底下降 8.10%，长期债务占比进一步上升至 71.06%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.25%、32.32%和 25.34%，较上年底均有所下降。

图表 17 • 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 18 • 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) 盈利能力

2025 年，公司营业总收入保持增长，期间费用控制能力强，利润规模进一步扩大，整体盈利能力很强。

2025 年，公司营业总收入同比增长 4.39%，营业利润率略有下降。期间费用有所下降，构成主要为管理费用（职工薪酬和折旧等）、财务费用和研发费用，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存货跌价准备、固定资产减值损失和商誉减值损失，对利润形成一定侵蚀；2025 年，由于产品及原材料价格变动计提存货跌价准备以及对收购子公司与商誉相关的资产组计提减值准备。同期，公司其他收益、公允价值变动收益和投资收益均呈现一定波动；其中，其他收益主要为政府补助及加计抵减增值税；公允价值变动损益主要系其他非流动金融资产产生的损益；投资收益主要系参股滨能能源等企业带来的收益和

投资其他债权、权益工具产生的收益。2025 年，公司利润总额同比增长 14.19%，总资本收益率和总资产报酬率均呈现提升。同行业对比看，公司规模优势显著，盈利指标表现良好。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 3.43%，营业利润率同比提升 4.90 个百分点，利润总额同比增长 24.67%。

图表 19 • 公司盈利能力变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1311.91	1517.18	1583.72	415.52
费用总额	53.84	60.36	54.85	13.63
其中：销售费用	0.48	0.59	0.55	0.15
管理费用	18.46	22.33	26.70	6.58
研发费用	9.95	11.50	4.96	1.56
财务费用	24.95	25.94	22.65	5.35
资产减值损失	-10.08	-38.75	-16.41	-3.47
其他收益	2.48	2.38	3.04	0.56
公允价值变动收益	-0.05	-3.36	5.33	0.37
投资收益	4.06	9.63	5.02	2.47
利润总额	127.65	275.51	314.61	105.95
期间费用率（%）	4.10	3.98	3.46	3.28
营业利润率（%）	13.89	24.29	23.80	29.13
EBITDA 利润率（%）	16.75	24.32	25.84	--
总资本收益率（%）	7.35	12.91	13.28	--
总资产报酬率（%）	7.77	14.02	15.16	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 20 • 2025 年同行业企业盈利情况对比（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	1583.72	314.61	24.75	15.16	18.49
中国铝业股份有限公司	2411.25	258.40	18.03	12.41	17.56
云南铝业股份有限公司	600.43	86.52	16.79	19.74	20.75

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）现金流

2025 年，公司经营活动现金流保持大额净流入，可对投资和偿债资金需求提供充分支撑，但电解铝行业周期波动幅度大，需关注大规模经营活动现金流入状况的可持续性；同时，公司在建项目投资规模大，仍存在一定的外部筹资需求。

2025 年，公司经营活动现金流入量同比增长 5.59%，经营活动现金流仍保持大额净流入。随在建项目的持续投入，投资活动现金流呈现较大规模的净流出，其中收回投资收到的现金和投资支付的现金主要为理财产品的购买/赎回和关联方拆借款支出。筹资活动现金净流出额同比增长，主要系分红增加所致，其中收到和支付其他与筹资活动有关的现金主要为与关联方的短期资金往来。2025 年，公司现金收入比为 107.72%，收入实现质量高。

2026 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收窄，主要系项目建设投资支出下降所致；筹资活动现金流呈现大额净流出，主要系期内到期借款偿还所致。

图表 21 • 公司现金流变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1500.49	1643.62	1735.43	462.85
经营活动现金流出小计	1253.63	1289.34	1419.14	357.93
经营活动现金流量净额	246.86	354.28	316.29	104.92
投资活动现金流入小计	39.52	42.84	46.19	28.40
投资活动现金流出小计	248.17	200.08	239.21	64.50

投资活动现金流量净额	-208.65	-157.24	-193.03	-36.10
筹资活动前现金流量净额	38.21	197.05	123.26	68.82
筹资活动现金流入小计	583.99	585.42	860.49	73.72
筹资活动现金流出小计	585.58	652.20	958.13	211.62
筹资活动现金流量净额	-1.58	-66.78	-97.64	-137.90
现金收入比	110.01%	106.43%	107.72%	108.81%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

2025 年，公司长短期偿债能力指标表现非常好，融资渠道畅通。

图表 22· 公司偿债能力指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债能力指标	经营现金流动负债比（%）	33.74	50.60	56.24
	经营现金/短期债务（倍）	0.53	0.88	1.21
	现金类资产/短期债务（倍）	0.79	1.13	1.91
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	219.74	369.01	409.23
	全部债务/EBITDA（倍）	2.68	1.74	1.67
	经营现金/全部债务（倍）	0.42	0.55	0.46
	EBITDA/利息支出（倍）	8.34	12.88	14.63
	经营现金/利息支出（倍）	9.37	12.37	11.31

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

2025 年，随着债务结构的优化和盈利能力的增强，公司主要长短期偿债指标均得到提升，经营现金对全部债务和利息支出的保障倍数仍维持在高水平。整体看，公司偿债能力指标表现非常好。

对外担保方面，截至 2026 年 3 月底，公司对外担保金额合计为 33.96 亿元，占公司当期净资产的 2.58%，为关联担保。

未决诉讼方面，截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至 2026 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 700.42 亿元，未使用额度为 276.15 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司近年成功发行多支中期票据和公司债券，核心子公司宏桥控股为深交所上市公司，公司直接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

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，2025 年受投资收益大幅增加影响，盈利水平大幅提升。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 844.47 亿元，较上年底增长 29.17%，主要系应收股利和货币资金增加所致。其中，流动资产 485.60 亿元（占 57.50%），非流动资产 358.87 亿元（占 42.50%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 22.79%）、其他应收款（占 69.87%）构成，非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 19.01%）、长期股权投资（占 70.26%）构成。截至 2025 年底，公司本部货币资金为 110.66 亿元。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 333.26 亿元，较上年底下降 4.05%。其中，流动负债 201.34 亿元（占 60.41%），非流动负债 131.92 亿元（占 39.59%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 42.35%）、一年内到期的非流动负债（占 42.45%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 95.83%）构成。截至 2025 年底，公司本部全部债务 216.20 亿元。其中，短期债务占 39.53%、长期债务占 60.47%。公司本部全部债务资本化比率 29.72%，公司本部债务负担一般。截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 511.22 亿元，较上年底增长 66.80%，主要系利润留存所致。

公司本部主要从事原材料、废品及废料的贸易销售。2025 年，公司本部营业总收入为 103.86 亿元，较上年下降 19.35%，主要系公司本部铝矾土贸易量减少所致；利润总额为 353.50 亿元，其中投资收益为 351.10 亿元，主要系子公司分红收益。

现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 2.61 亿元，投资活动现金流净额 193.21 亿元，筹资活动现金流净额-141.95 亿元。

（五）ESG 方面

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。

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。

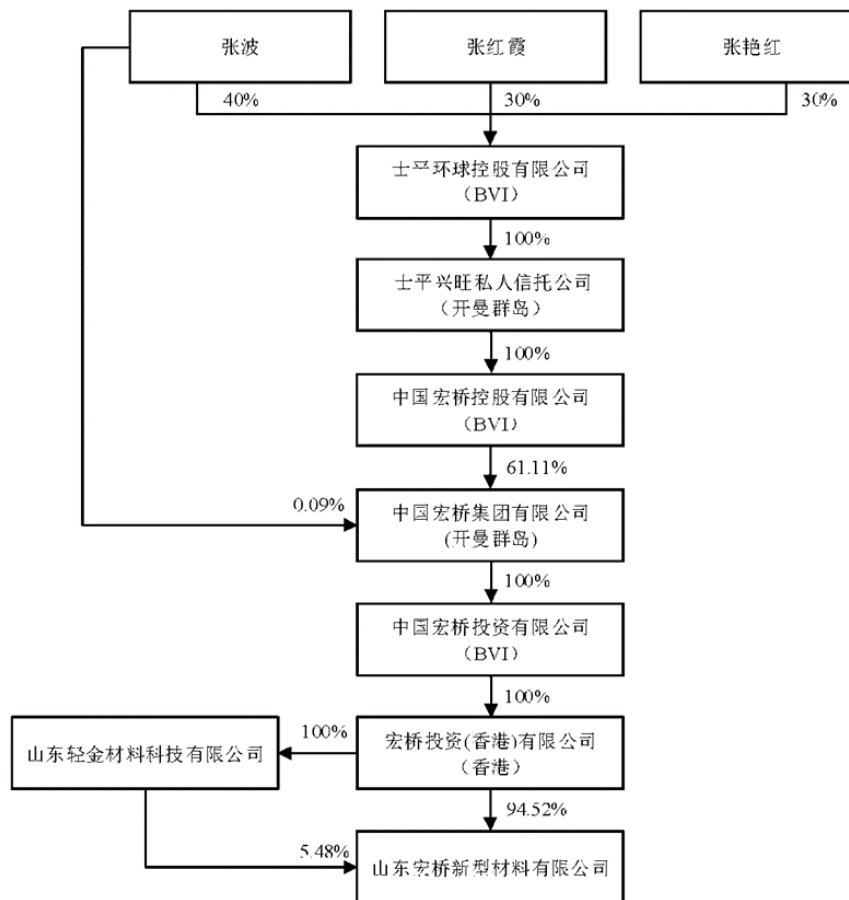
社会责任方面，公司不断健全技能人才激励机制；在安全生产方面，公司严格执行《安全生产法》等法律法规的有关规定，同时根据自身的生产特点，制订了《山东宏桥新型材料有限公司安全管理制度》，并在生产经营中严格贯彻执行。

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。

七、跟踪评级结论

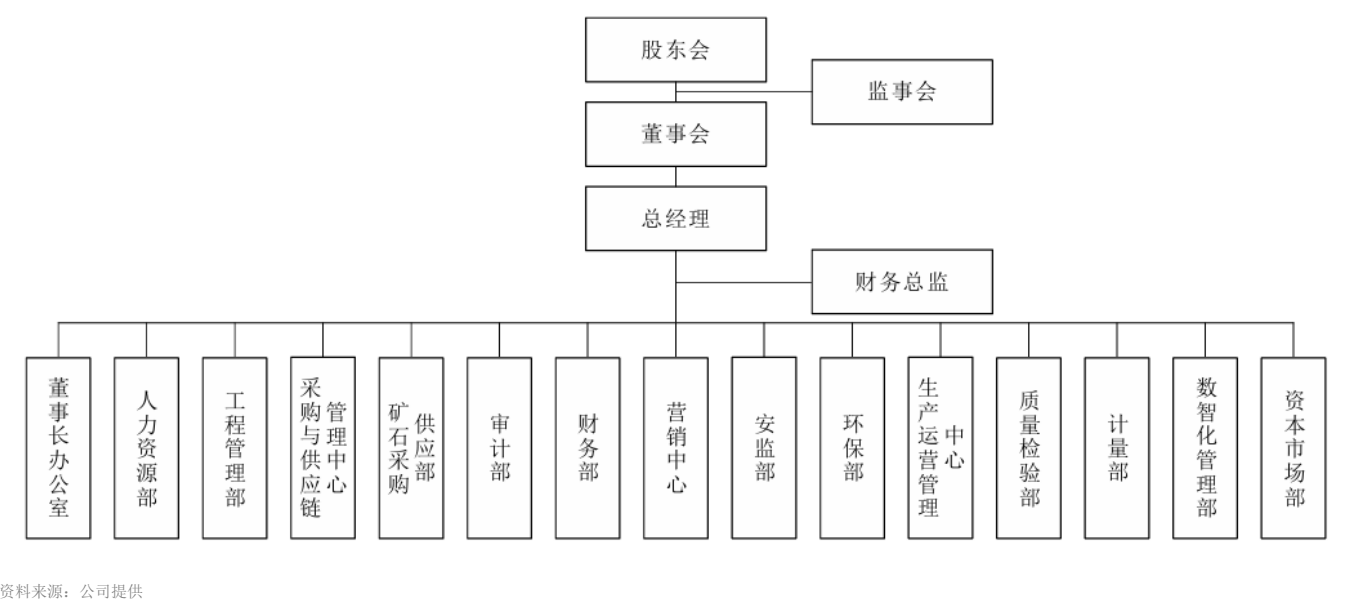
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 鲁宏桥 MTN004”“25 鲁宏桥 GN002(乡村振兴)”“25 鲁宏桥 GN001”“24 鲁宏桥 GN002”“24 鲁宏桥 GN001”的信用等级为 AAA，并维持“26 鲁宏桥 MTN002(科创债)”“26 鲁宏桥 MTN001(科创债)”“26 鲁宏桥 GN001(科创债)”“25 鲁宏桥 GN005(科创债)”“25 宏桥 K1”“25 鲁宏桥 MTN009(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN008(科创债)”“25 鲁宏桥 GN004(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN007(科创债)”“25 鲁宏桥 GN003(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN003(科创票据)”“25 鲁宏桥 MTN002(科创票据)”“25 鲁宏桥 MTN001(科创票据)”“24 鲁宏桥 MTN009(科创票据)”“24 鲁宏桥 MTN008(科创票据)”“24 宏桥 K1”的信用等级为 AAA_{stt}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 年 3 月底）



附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2026 年 4 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
山东宏桥铝业控股股份有限公司	1303111.82	投资管理	2.00%	86.98%	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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	369.34	455.56	499.11	429.58
应收账款（亿元）	49.56	77.92	70.40	74.52
其他应收款（合计）（亿元）	155.04	118.90	63.97	118.35
存货（亿元）	332.98	360.16	358.71	348.81
长期股权投资（亿元）	64.32	69.45	83.68	87.17
固定资产（合计）（亿元）	533.17	489.63	634.28	629.25
在建工程（合计）（亿元）	77.52	169.89	69.76	63.45
资产总额（亿元）	1983.10	2162.46	2250.59	2244.48
实收资本（亿元）	117.59	117.59	117.59	117.59
少数股东权益（亿元）	64.86	31.15	67.13	74.81
所有者权益（亿元）	1075.81	1135.92	1236.28	1318.54
短期债务（亿元）	467.61	401.98	260.78	182.19
长期债务（亿元）	121.65	240.33	424.32	447.41
全部债务（亿元）	589.25	642.32	685.10	629.60
营业总收入（亿元）	1311.91	1517.18	1583.72	415.52
营业成本（亿元）	1120.04	1135.07	1191.71	290.62
其他收益（亿元）	2.48	2.38	3.04	0.56
利润总额（亿元）	127.65	275.51	314.61	105.95
EBITDA（亿元）	219.74	369.01	409.23	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1443.20	1614.81	1705.94	452.12
经营活动现金流入小计（亿元）	1500.49	1643.62	1735.43	462.85
经营活动现金流量净额（亿元）	246.86	354.28	316.29	104.92
投资活动现金流量净额（亿元）	-208.65	-157.24	-193.03	-36.10
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.58	-66.78	-97.64	-137.90
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.80	16.36	20.35	--
存货周转次数（次）	3.21	3.28	3.32	--
总资产周转次数（次）	0.68	0.73	0.72	--
现金收入比（%）	110.01	106.43	107.72	108.81
EBITDA 利润率（%）	16.75	24.32	25.84	--
总资本收益率（%）	7.35	12.91	13.28	--
总资产报酬率（%）	7.77	14.02	15.16	--
长期债务资本化比率（%）	10.16	17.46	25.55	25.34
全部债务资本化比率（%）	35.39	36.12	35.66	32.32
资产负债率（%）	45.75	47.47	45.07	41.25
流动比率（%）	136.07	155.48	189.01	232.08
速动比率（%）	90.57	104.05	125.24	154.80
经营现金流动负债比（%）	33.74	50.60	56.24	--
现金短期债务比（倍）	0.79	1.13	1.91	2.36
EBITDA 利息倍数（倍）	8.34	12.88	14.63	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.68	1.74	1.67	--

注：1. 公司 2026 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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.44	56.26	110.66	105.05
应收账款（亿元）	6.60	19.37	18.88	4.28
其他应收款（合计）（亿元）	198.14	209.20	339.29	265.97
存货（亿元）	0.00	0.98	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	248.78	250.49	252.13	254.73
固定资产（合计）（亿元）	0.10	0.10	0.09	0.08
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.02	0.02
资产总额（亿元）	630.44	653.79	844.47	754.17
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）	323.15	306.48	511.22	509.91
短期债务（亿元）	81.87	63.10	85.48	44.95
长期债务（亿元）	60.06	121.54	130.73	140.86
全部债务（亿元）	141.93	184.64	216.20	185.81
营业总收入（亿元）	184.93	128.79	103.86	26.84
营业成本（亿元）	172.00	117.06	94.73	24.89
其他收益（亿元）	0.03	0.23	0.07	0.00
利润总额（亿元）	4.55	98.54	353.50	-1.30
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	231.46	148.97	114.61	47.82
经营活动现金流入小计（亿元）	236.57	151.10	115.96	48.08
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.57	14.79	2.61	13.45
投资活动现金流量净额（亿元）	-60.35	85.93	193.21	45.08
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.12	-63.10	-141.95	-64.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.17	6.83	5.43	--
存货周转次数（次）	29.88	237.77	192.41	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.20	0.14	--
现金收入比（%）	125.16	115.67	110.35	178.19
EBITDA 利润率（%）	/	/	/	--
总资本收益率（%）	2.63	22.28	49.65	--
总资产报酬率（%）	2.11	16.69	42.87	--
长期债务资本化比率（%）	15.67	28.40	20.36	21.65
全部债务资本化比率（%）	30.52	37.60	29.72	26.71
资产负债率（%）	48.74	53.12	39.46	32.39
流动比率（%）	124.07	144.31	241.19	411.91
速动比率（%）	124.07	143.85	241.19	411.91
经营现金流动负债比（%）	-3.06	6.86	1.30	--
现金短期债务比（倍）	0.37	0.89	1.29	2.34
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2026 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
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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ²	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 ³ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×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
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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 ⁴	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

² 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

³ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

⁴ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

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

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 中长期科技创新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：AAAsti、AAsti、Asti、BBBsti、BBsti、Bsti、CCCsti、CCsti、Csti。除 AAAsti 级、CCCsti 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
AAAsti	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
AAsti	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
Asti	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
BBBsti	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
BBsti	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
Bsti	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
CCCsti	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
CCsti	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
Csti	科技创新债券不能偿还债务

附件 4-4 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

附件 4-5 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断