

# 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〕2953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，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)”的信用等级为AAA<sub>sti</sub>，维持“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”“24鲁宏桥MTN007(科创票据)”“24鲁宏桥MTN006(科创票据)”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年五月十五日

# 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                 |            |
| 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 <sub>stt</sub> /稳定 | AAA <sub>stt</sub> /稳定 |            |
| 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 GN001/24 鲁宏桥 MTN007(科创票据)/24 鲁宏桥 MTN006(科创票据) | AAA/稳定                 | AAA/稳定                 | 2026/05/15 |

### 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。2024 年，公司氧化铝产能扩张及铝下游产业链延伸进一步巩固行业地位，同期，氧化铝供需紧平衡带动公司氧化铝销售价格大幅上涨；同时，受益于电解铝行业产能总量控制的政策约束，随着下游需求持续增长，电解铝价格中枢上移，共同推动公司主营业务收入同比增长、毛利率显著提升，盈利水平大幅改善。2025 年前三季度，公司铝产品毛利空间持续扩张，部分抵消了氧化铝板块价格下行带来的影响；2024 年，云南地区供电条件改善带动公司当地产能利用率提升，绿色铝产品产量增长，产能结构优化方向符合国家“双碳”政策导向，整体经营风险很低，但需关注公司采购与销售客户集中度较高、关联交易及往来款规模较大的潜在影响。财务方面，2024 年，公司利润规模大幅增长，盈利水平显著提升，经营活动现金流实现大幅净流入，2025 年前三季度利润延续增长态势；公司资本实力雄厚，所有者权益规模大，负债率控制在合理区间，债务结构持续优化，长期债务占比提升，主要偿债指标表现优异，整体财务风险极低，综合公司经营风险和财务风险表现，公司抗风险能力和偿还债务的能力极强。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿还债券本金峰值的保障程度很高，综合公司自身信用状况以及债券偿还保障能力，本报告所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。公司信用状况有望保持稳定。

**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，绿色铝产品产量增加。**截至 2025 年 9 月底，公司氧化铝年设计产能为 1900 万吨/年，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 217.6 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有所增加。
- **跟踪期内，公司盈利水平显著提升，经营获现状况非常好。**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。2025 年 1—9 月，公司利润总额同比增长 22.58%。

## 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%。

## 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    |
|             |      | 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    | 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

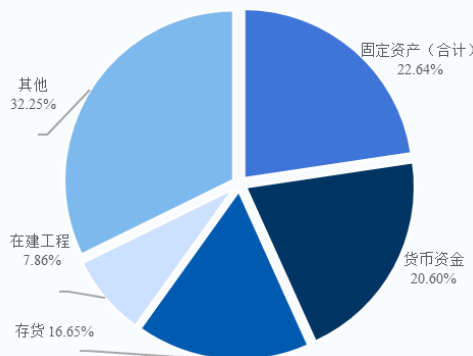
| 合并口径           |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 项目             | 2022年   | 2023年   | 2024年   | 2025年9月 |
| 现金类资产（亿元）      | 331.90  | 369.34  | 455.56  | 482.42  |
| 资产总额（亿元）       | 1861.90 | 1983.10 | 2162.46 | 2255.34 |
| 所有者权益（亿元）      | 991.93  | 1075.81 | 1135.92 | 1236.70 |
| 短期债务（亿元）       | 442.24  | 467.61  | 401.98  | 375.24  |
| 长期债务（亿元）       | 105.89  | 121.65  | 240.33  | 315.23  |
| 全部债务（亿元）       | 548.13  | 589.25  | 642.32  | 690.47  |
| 营业总收入（亿元）      | 1297.12 | 1311.91 | 1517.18 | 1169.26 |
| 利润总额（亿元）       | 124.38  | 127.65  | 275.51  | 256.42  |
| EBITDA（亿元）     | 209.97  | 219.74  | 369.01  | --      |
| 经营性净现金流（亿元）    | 87.93   | 246.86  | 354.28  | 241.03  |
| 营业利润率（%）       | 12.81   | 13.89   | 24.29   | 24.35   |
| 净资产收益率（%）      | 9.71    | 8.93    | 17.77   | --      |
| 资产负债率（%）       | 46.73   | 45.75   | 47.47   | 45.17   |
| 全部债务资本化比率（%）   | 35.59   | 35.39   | 36.12   | 35.83   |
| 流动比率（%）        | 138.02  | 136.07  | 155.48  | 167.34  |
| 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    | 1.29    |
| 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9月 |
| 资产总额（亿元）     | 600.81 | 630.44 | 653.79 | 734.90  |
| 所有者权益（亿元）    | 354.94 | 323.15 | 306.48 | 310.88  |
| 全部债务（亿元）     | 125.28 | 141.93 | 184.64 | 209.76  |
| 营业总收入（亿元）    | 431.73 | 184.93 | 128.79 | 71.63   |
| 利润总额（亿元）     | 105.87 | 4.55   | 98.54  | 99.60   |
| 资产负债率（%）     | 40.92  | 48.74  | 53.12  | 57.70   |
| 全部债务资本化比率（%） | 26.09  | 30.52  | 37.60  | 40.29   |
| 流动比率（%）      | 153.90 | 124.07 | 144.31 | 137.66  |
| 经营现金流动负债比（%） | 20.15  | -3.06  | 6.86   | --      |

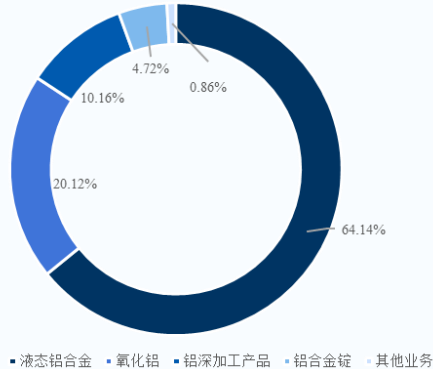
注：1. 公司 2025 年前三季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将合并口径下其他流动负债中短期融资券计入短期债务，将长期应付款中有息部分计入长期债务；4. 公司本部口径未做债务调整；5. “--”表示该指标无法计算

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

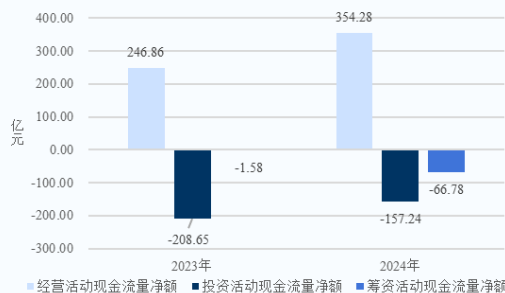
2024 年底公司资产构成



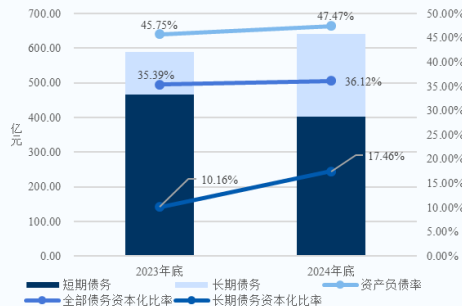
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 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      | 担保情况 |
|---------------------|-----------|-----------|------------|------|
| 26 鲁宏桥 MTN002(科创债)  | 10.0000   | 10.0000   | 2031/04/22 | --   |
| 26 鲁宏桥 MTN001(科创债)  | 5.0000    | 5.0000    | 2031/03/18 | --   |
| 26 鲁宏桥 GN001(科创债)   | 5.0000    | 5.0000    | 2031/02/06 | --   |
| 25 鲁宏桥 GN005(科创债)   | 5.0000    | 5.0000    | 2030/11/20 | --   |
| 25 鲁宏桥 MTN009(科创债)  | 10.0000   | 10.0000   | 2028/08/08 | --   |
| 25 鲁宏桥 MTN008(科创债)  | 5.0000    | 5.0000    | 2030/07/31 | --   |
| 25 鲁宏桥 GN004(科创债)   | 5.0000    | 5.0000    | 2028/07/11 | --   |
| 25 鲁宏桥 MTN007(科创债)  | 10.0000   | 10.0000   | 2028/06/20 | --   |
| 25 鲁宏桥 GN003(科创债)   | 5.0000    | 5.0000    | 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 鲁宏桥 MTN007(科创票据) | 5.00      | 5.00      | 2026/06/27 | --   |
| 24 鲁宏桥 MTN006(科创票据) | 10.00     | 10.00     | 2026/06/14 | --   |

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时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)   | AAA <sub>stf</sub> /稳定 | AAA/稳定 | 2026/04/07 | 邓淇匀 景雪  | 有色金属企业信用评级方法<br>V4.0.202208 / 科技创新债券信用评级<br>方法 V4.0.202507<br>有色金属企业主体信用评级模型<br>(打分表) V4.0.202208 | <a href="#">阅读全文</a> |
| 26 鲁宏桥 MTN001(科创债)   | AAA <sub>stf</sub> /稳定 | AAA/稳定 | 2026/03/12 | 邓淇匀 景雪  |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 26 鲁宏桥 GN001(科创债)  | AAA <sub>stf</sub> /稳定 | AAA/稳定 | 2026/01/06 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 GN005(科创债)  | AAA <sub>stf</sub> /稳定 | AAA/稳定 | 2025/07/21 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 MTN009(科创债)   | AAA <sub>stf</sub> /稳定 | AAA/稳定 | 2025/07/25 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 MTN008(科创债)   | AAA <sub>stf</sub> /稳定 | AAA/稳定 | 2025/07/10 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 GN004(科创债)  | AAA <sub>stf</sub> /稳定 | AAA/稳定 | 2025/06/11 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 MTN007(科创债)   | AAA <sub>stf</sub> /稳定 | AAA/稳定 | 2025/06/04 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 GN003(科创债)  | AAA/稳定                 | AAA/稳定 | 2025/05/26 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 MTN004/25 鲁宏桥<br>MTN003(科创票据)/25 鲁宏桥<br>GN002(乡村振兴)/25 鲁宏桥<br>MTN002(科创票据)/25 鲁宏桥<br>MTN001(科创票据)/25 鲁宏桥<br>GN001/24 鲁宏桥 GN002/24 鲁<br>宏桥 MTN009(科创票据)/24 鲁<br>宏桥 MTN008(科创票据)/24 鲁<br>宏桥 GN001/24 鲁宏桥<br>MTN007(科创票据)/24 鲁宏桥<br>MTN006(科创票据) | AAA/稳定                 | AAA/稳定 | 2025/05/23 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 MTN004  | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2025/04/11 | 牛文婧 邓淇匀 | 有色金属企业信用评级方法<br>V4.0.202208<br>有色金属企业主体信用评级模型<br>(打分表) V4.0.202208                                | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 GN002(乡村振兴)   | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2025/03/13 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 MTN003(科创票据)  | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2025/03/11 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 MTN002(科创票据)  | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2025/01/26 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 MTN001(科创票据)  | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2024/12/31 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 鲁宏桥 GN001   | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2024/12/27 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 24 鲁宏桥 GN002   | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2024/07/26 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 24 鲁宏桥 MTN009(科创票据)  | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2024/07/26 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 24 鲁宏桥 MTN008(科创票据)  | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2024/06/21 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 24 鲁宏桥 GN001   | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2024/06/17 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 24 鲁宏桥 MTN007(科创票据)  | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2024/06/07 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <a href="#">阅读全文</a> |
| 24 鲁宏桥 MTN006(科创票据)  | AA+/稳定                 | AA+/稳定 | 2024/05/31 | 牛文婧 邓淇匀 |   | <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  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：邓淇匀 [dengqy@lhratings.com](mailto:dengqy@lhratings.com)

项目组成员：景 雪 [jingxue@lhratings.com](mailto:jingxue@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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、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”）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

2024年3月，公司关联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9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；中国宏桥集团有限公司（以下简称“中国宏桥”，股票代码“01378.HK”）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2025年9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）。

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，公司实现营业收入总收入1517.18亿元，利润总额275.51亿元。截至2025年9月底，公司合并资产总额2255.34亿元，所有者权益1236.70亿元（含少数股东权益30.58亿元）；2025年1-9月，公司实现营业收入1169.26亿元，利润总额256.42亿元。

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2026年5月6日，公司由联合资信评级的银行间市场存续债券见下表，合计余额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，募集资金按规定用途使用。

图表1·截至2026年5月6日公司由联合资信评级的银行间存续债券概况

| 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     | 2026/03/17 | 5     |
| 26鲁宏桥GN001(科创债)   | 5.00     | 5.00     | 2026/02/05 | 5     |
| 25鲁宏桥GN005(科创债)   | 5.00     | 5.00     | 2025/11/19 | 5     |
| 25鲁宏桥MTN009(科创债)  | 10.00    | 10.00    | 2025/08/07 | 3     |
| 25鲁宏桥MTN008(科创债)  | 5.00     | 5.00     | 2025/07/30 | 5     |
| 25鲁宏桥GN004(科创债)   | 5.00     | 5.00     | 2025/07/09 | 3     |
| 25鲁宏桥MTN007(科创债)  | 10.00    | 10.00    | 2025/06/19 | 3     |
| 25鲁宏桥GN003(科创债)   | 5.00     | 5.00     | 2025/05/28 | 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 |
| 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 鲁宏桥 MTN007(科创票据) | 5.00  | 5.00  | 2024/06/27 | 2 |
| 24 鲁宏桥 MTN006(科创票据) | 10.00 | 10.00 | 2024/06/14 | 2 |

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

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 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形势影响。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》](#)。

展望 2026 年，有色金属行业信用风险预计将保持整体稳定，但结构性压力突出。上游资源型企业有望在价格支撑下维持稳健信用资质；而中下游冶炼加工企业则将继续面临加工费低迷、盈利空间受挤压及债务滚动压力，信用风险相对较高，需关注部分财务脆弱主体的信用风险暴露。完整版行业分析详见[《有色金属行业 2026 年度信用风险展望》](#)。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

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。

截至 2025 年 9 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，还节约了公司的铸锭成本。截至 2025 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，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 9 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 217.6 万吨/年电解铝产能。截至 2025 年 9 月底，公司电力自给率为 45.66%。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，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布栏、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。

### （二）管理水平

跟踪期内，公司主要管理制度和高级管理人员未发生变化。

### （三）经营方面

#### 1 业务经营分析

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。2025 年前三季度，主要原铝产品毛利空间上涨，但氧化铝受价格影响毛利回落。

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。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—9 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—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  | 858.34  | 67.87%  | 14.18%  | 837.50  | 65.34%  | 16.86%  | 951.71  | 64.14%  | 24.47% | 716.49       | 62.61%  | 28.45%  |
| 氧化铝    | 161.80  | 12.79%  | 8.50%   | 211.09  | 16.47%  | 2.92%   | 298.51  | 20.12%  | 30.26% | 240.29       | 21.00%  | 18.89%  |
| 铝深加工产品 | 133.02  | 10.52%  | 17.92%  | 111.79  | 8.72%   | 13.17%  | 150.77  | 10.16%  | 18.84% | 115.62       | 10.10%  | 18.68%  |
| 铝合金锭   | 103.93  | 8.22%   | 10.63%  | 108.91  | 8.50%   | 16.21%  | 70.01   | 4.72%   | 18.21% | 62.03        | 5.42%   | 25.41%  |
| 再生铝    | --      | --      | --      | 3.26    | 0.25%   | 5.90%   | 4.59    | 0.31%   | 26.10% | 5.02         | 0.44%   | -5.07%  |
| 蒸汽     | 7.65    | 0.61%   | -52.41% | 9.25    | 0.72%   | -11.86% | 8.12    | 0.55%   | -9.45% | 4.89         | 0.43%   | -26.30% |
| 合计     | 1264.74 | 100.00% | 13.15%  | 1281.81 | 100.00% | 13.95%  | 1483.71 | 100.00% | 24.59% | 1144.34      | 100.00% | 24.91%  |

资料来源：公司提供

从各项业务毛利率来看，2024年，受氧化铝供需平衡影响，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调带动利润空间扩大；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1-9月，公司主营业务收入同比有所增长，主营业务毛利率较上年提升0.32个百分点，主要系原铝产品盈利空间扩大，部分抵消了氧化铝价格下跌导致的毛利率回落影响。其中，再生铝业务亏损，主要因未将对应废旧资产处置收益冲减成本，导致成本倒挂。

### 原材料采购

电力自给率的持续下滑及电煤价格和电力外购价格仍处于高位一定程度削弱了公司成本优势；随着产能搬迁，公司氧化铝自给率有所下降。2024年，公司主要原材料中的铝矾土和氧化铝采购价格有所上涨，阳极炭块和电煤采购价格均同比下跌，公司原材料采购成本基本维持稳定。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。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，原材料采购成本基本维持稳定。

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  |
|------|--------|--------|--------|
| 铝矾土  | 276.90 | 247.26 | 268.52 |
| 氧化铝  | 81.01  | 73.62  | 121.80 |
| 阳极炭块 | 177.90 | 127.77 | 110.57 |
| 电力外购 | 184.06 | 192.17 | 217.81 |
| 电煤   | 269.97 | 203.62 | 194.22 |
| 合计   | 989.84 | 844.44 | 912.92 |

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。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9月底，公司装机容量为868万千瓦，电力自给率为45.66%。2024年，受市场因素影响，电煤价格同比下降9.91%，电力外购均价同比略有下降。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  | 2022年  | 2023年  | 2024年  |
|-----|--------|--------|--------|
| 自给率 | 56.34% | 52.02% | 49.49% |

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。截至2025年9月底，公司氧化铝年设计产能为1900万吨/年，公司氧化铝自给率为72.36%。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。随着产能向云南搬迁，公司氧化铝自给率有所下降。采购单价方面，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。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，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，采购均价同比增长7.50%。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。2024年，公司阳极炭块采购量同比略有增加，受益于阳极炭块原料端价格的下降，阳极炭块采购均价同比有所下降，使得阳极炭块采购金额有所下降。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稳定在30%左右。

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 |
|--------|----------------------------|---------------|--------------|--------|
| 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      |
|        | <b>合计</b>                  | <b>412.66</b> | <b>31.40</b> | --     |
| 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      |
|        | <b>合计</b>                  | <b>469.14</b> | <b>29.97</b> | --     |

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，跟踪期内，公司电解铝产能无变化。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。从产品结构看，2024 年，公司下游对液态铝合金的需求小幅增加，液态铝合金的产销量均有所增长；铝合金锭的产销量有所下降。

### 产品销售

2024 年以来，公司主要产品销售价格均同比提升，液态铝合金及铝深加工产品销量增加，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 |
|--------|------|--------|---------|--------|
| 液态铝合金  | 销售均价 | 1.76   | 1.65    | 1.75   |
|        | 销量   | 488.10 | 508.75  | 543.39 |
|        | 产销率  | 90.81% | 90.81%  | 89.57% |
| 铝合金锭   | 销售均价 | 1.76   | 1.65    | 1.76   |
|        | 销量   | 59.22  | 66.09   | 39.79  |
|        | 产销率  | 90.42% | 100.19% | 85.62% |
| 铝深加工产品 | 销售均价 | 2.18   | 2.00    | 2.05   |
|        | 销量   | 60.92  | 55.90   | 73.58  |
|        | 产销率  | 92.56% | 83.11%  | 79.10% |
| 氧化铝    | 销售均价 | 0.26   | 0.24    | 0.34   |
|        | 销量   | 620.17 | 872.18  | 871.33 |
|        | 产销率  | 41.80% | 48.72%  | 47.81% |

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，2024年，公司液态铝合金销量同比增长，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；公司铝合金锭销量同比减少，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；铝深加工产品销量有所提升，产销率同比下降主要系统计时点部分收入未确认所致；氧化铝销量保持稳定。

产品销售价格方面，2024年，公司液态铝合金、铝合金锭、铝深加工产品和氧化铝销售均价均随市场价格同比增长。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 |
|-------|-----------|---------------|--------------|--------|
| 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> | --     |

资料来源：公司提供

## 经营效率

### 公司经营效率有待提高。

从经营效率指标看，2024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16.36次、3.28次和0.73次，分别较上年有所提升。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：联合资信根据公开资料整理

## 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，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。

2024年，公司采购商品和接受劳务产生的关联交易保持较大规模。关联担保和资金拆入拆出方面，跟踪期内，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 |
| 采购商品/接受劳务占营业成本比例（%）  | 27.71    | 27.33    | 23.53  |
| 销售商品/提供劳务            | 0.98     | 2.84     | 4.67   |
| 销售商品/提供劳务占营业总收入比例（%） | 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 • 公司主要关联交易对手概况（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

## 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 2025 年 9 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9月末，云南文山建设项目已投产电解铝产能179.80万吨。

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，截至2025年9月底已投产产能约37.80万吨，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，截至目前已建成并网；其余2GW的光伏发电项目预计于2026年底投产。截至2025年9月底，该项目已投资57.85亿元。

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。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50.82亿元。

沾化汇宏氧化铝项目位于滨州市沾化区，预计投资总额90.00亿元，资金来源为自有资金和外部筹资。

图表 12 • 截至 2025 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 2025 年 9 月底已投金额 | 未来投资计划         |              |               |
|-----------|---------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|--------------|---------------|
|           |               | 自有资金          | 外部筹资          |                    | 2025 年 10—12 月 | 2026 年       | 2027 年及以后     |
| 云南文山项目    | 128.00        | 88.00         | 40.00         | 123.73             | 1.00           | 2.00         | 1.27          |
| 云南红河项目    | 172.79        | 69.12         | 103.68        | 50.33              | 3.00           | 14.00        | 105.46        |
| <b>合计</b> | <b>300.79</b> | <b>157.12</b> | <b>143.68</b> | <b>174.06</b>      | <b>4.00</b>    | <b>16.00</b> | <b>106.73</b> |

注：预计总投资额及部分资金来源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 9 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 9 月底已完成投资额 | 2025 年 10—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         | 6.53                 | 0.04                | --           | 8.24           | 自有资金及外部筹资 |
| 渤海科创城产业园项目  | 55.00         | 41.19                | 1.22                | --           | 12.59          | 自有资金      |
| 云南宏桥新能源光伏项目 | 120.00        | 57.85                | 62.15               | --           | --             | 自有资金及外部筹资 |
| 轻量化项目       | 50.82         | 14.51                | 4.36                | 9.80         | 22.15          | 自有资金及外部筹资 |
| 深圳区域总部项目    | 23.78         | 11.01                | 0.21                | 3.05         | 9.51           | 自有资金及外部筹资 |
| 沾化汇宏氧化铝项目   | 90.00         | 79.56                | 3.44                | 7.00         | --             | 自有资金及外部筹资 |
| <b>合计</b>   | <b>354.41</b> | <b>210.65</b>        | <b>71.42</b>        | <b>19.85</b> | <b>52.49</b>   | --        |

注：部分项目预计总投资额已按最新预算口径进行重述  
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，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2025年1—9月财务报表未经审计。

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—9月，公司合并范围新增17家、减少13家子公司。截至2025年9月底，公司合并范围共计109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

跟踪期内，公司资产规模有所增长，2025年前三季度，公司在建工程持续转固；流动资产中货币资金及存货规模大，关联方借款和往来款虽有所下降，但规模仍较大；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。

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%。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；应收票据大幅减少，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所致；预付款项有所降低主要系2023年末部分预付款在报告期内已被使用；其他应收款减少主要系应收关联方借款减少所致，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系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；受计提减值和折旧影响，固定资产规模有所减少；在建工程大幅增加，主要系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投资增加所致；无形资产保持稳定，主要为土地使用权。

截至2025年9月底，公司合并资产总额较上年底增长4.29%，资产结构较上年底变化不大。其中，长期股权投资增加主要系对Winning Consortium Holdings Pte. Ltd.增加投资款所致；固定资产（合计）较上年底增长28.10%，主要系沾化汇宏氧化铝项目、云南宏合低碳铝项目、云南新能源光伏项目等部分转固所致。截至2025年9月底，公司资产受限比例为5.08%，主要由借款抵押的固定资产和无形资产及保证金等构成。

图表 14 • 公司资产构成情况（单位：亿元）

| 关键财务数据       | 2022 年末        |               | 2023 年末        |               | 2024 年末        |               | 2025 年 9 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>1078.17</b> | <b>47.81</b>  |
| 货币资金         | 276.24         | 26.74         | 312.39         | 31.38         | 445.52         | 40.92         | 459.28         | 42.60         |
| 应收票据         | 55.59          | 5.38          | 54.13          | 5.44          | 3.01           | 0.28          | 3.19           | 0.30          |
| 应收账款         | 45.71          | 4.42          | 49.56          | 4.98          | 77.92          | 7.16          | 62.15          | 5.76          |
| 预付款项         | 96.87          | 9.38          | 58.05          | 5.83          | 36.49          | 3.35          | 36.00          | 3.34          |
| 其他应收款（合计）    | 122.15         | 11.82         | 155.04         | 15.57         | 118.90         | 10.92         | 103.20         | 9.57          |
| 存货           | 363.83         | 35.22         | 332.98         | 33.44         | 360.16         | 33.08         | 352.39         | 32.68         |
| <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>1177.17</b> | <b>52.19</b>  |
| 其他非流动金融资产    | 0.00           | 0.00          | 108.89         | 11.03         | 105.00         | 9.78          | 108.97         | 9.26          |
| 长期股权投资       | 61.59          | 7.43          | 64.32          | 6.51          | 69.45          | 6.47          | 90.16          | 7.66          |
| 固定资产（合计）     | 510.63         | 61.60         | 533.17         | 54.00         | 489.63         | 45.60         | 627.24         | 53.28         |
| 在建工程（合计）     | 75.13          | 9.06          | 77.52          | 7.85          | 169.89         | 15.82         | 80.55          | 6.84          |
| 无形资产         | 75.43          | 9.10          | 86.34          | 8.74          | 86.89          | 8.09          | 88.29          | 7.50          |
| <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>2255.34</b> | <b>100.00</b> |

注：其他应收款（合计）包括应收利息、应收股利和其他应收款；固定资产（合计）包括固定资产和固定资产清理；在建工程（合计）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

跟踪期，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性一般。公司债务规模增长，债务结构较上年底有所优化，但债务期限结构仍偏短期。

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 9 月底，公司所有者权益 1236.70 亿元，较上年底增长 8.87%，权益结构变动较小。

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%。截至 2024 年底，公司短期借款规模保持稳定，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%）；应付账款较上年底增加主要系应付原材料款增加所致；其他应付款增加主要系设备款及工程进度款增加所致；其他流动负债减少主要系公司短期融资券到期偿还所致；由于项目贷提款，公司长期借款增幅明显，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；应付债券大幅上涨；长期应付款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；其他非流动负债较上年底增长 93.27%，主要系其他融资款及利息增加所致，其他非流动负债主要由公司附属子公司引战资金和第三方投资款构成。

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，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 9 月底，公司负债规模及结构较上年底变化不大，其中，公司其他非流动负债较上年底下降 50.04%，主要系重分类至其他非流动负债的增资款及利息减少所致；公司全部债务 690.47 亿元，较上年底增长 7.50%，主要系长期借款和应付债券增长所致。债务结构方面，短期债务占 54.35%，长期债务占 45.65%，结构相对均衡，其中，短期债务 375.24 亿元，较上年底下降 6.65%；长期债务 315.23 亿元，较上年底增长 31.16%，主要系项目提款所致。从债务指标来看，截至 2025 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 45.17%、35.83%和 20.31%，较上年底分别下降 2.30 个百分点、下降 0.29 个百分点和提高 2.85 个百分点。

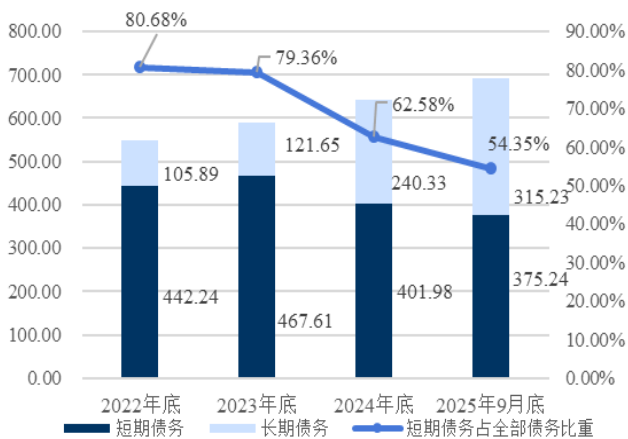
图表 15 • 公司负债构成情况（单位：亿元）

| 关键财务数据       | 2022 年末       |               | 2023 年末       |               | 2024 年末        |               | 2025 年 9 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>644.29</b>  | <b>63.25</b>  |
| 短期借款         | 192.34        | 25.70         | 225.43        | 30.81         | 229.33         | 32.75         | 166.70         | 25.87         |
| 应付账款         | 133.14        | 17.79         | 88.18         | 12.05         | 110.30         | 15.75         | 85.70          | 13.30         |
| 其他应付款（合计）    | 92.11         | 12.31         | 86.93         | 11.88         | 103.50         | 14.78         | 103.57         | 16.08         |
| 一年内到期的非流动负债  | 198.34        | 26.50         | 169.18        | 23.12         | 138.15         | 19.73         | 184.39         | 28.62         |
| 其他流动负债       | 77.32         | 10.33         | 105.75        | 14.45         | 34.86          | 4.98          | 24.27          | 3.77          |
| <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>374.35</b>  | <b>36.75</b>  |
| 长期借款         | 21.93         | 18.04         | 71.11         | 40.50         | 107.48         | 32.93         | 132.99         | 35.53         |
| 应付债券         | 59.61         | 49.04         | 32.06         | 18.26         | 95.54          | 29.27         | 131.34         | 35.09         |
| 长期应付款（合计）    | 14.83         | 12.20         | 13.95         | 7.95          | 34.06          | 10.44         | 46.27          | 12.36         |
| 递延收益         | 8.33          | 6.85          | 15.03         | 8.56          | 15.56          | 4.77          | 15.87          | 4.24          |
| 其他非流动负债      | 0.00          | 0.00          | 29.65         | 16.89         | 57.31          | 17.56         | 28.63          | 7.65          |
| <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>1018.64</b> | <b>100.00</b> |

注：其他应付款（合计）包括应付利息、应付股利和其他应付款；长期应付款（合计）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

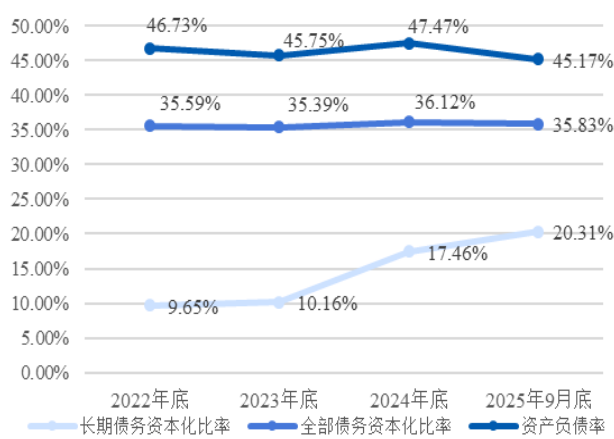
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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) 盈利能力

2024 年，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，盈利水平显著提升。

2024 年，公司营业总收入同比增长 15.65%，营业成本同比保持稳定，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%，主要系公司产品销售价格增长所致。

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（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，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。

盈利指标方面，2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比显著提升。同行业对比看，公司规模优势显著，盈利水平很高，盈利指标表现好。

2025 年 1—9 月，公司营业总收入同比增长 6.23%，营业利润率同比增长 0.89 个百分点，利润总额同比增长 22.58%。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目      | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 1—9 月 |
|---------|---------|---------|---------|--------------|
| 营业总收入   | 1297.12 | 1311.91 | 1517.18 | 1169.26      |
| 费用总额    | 43.69   | 53.84   | 60.36   | 41.01        |
| 其中：销售费用 | 0.51    | 0.48    | 0.59    | 0.38         |
| 管理费用    | 15.77   | 18.46   | 22.33   | 19.42        |
| 研发费用    | 9.33    | 9.95    | 11.50   | 3.29         |
| 财务费用    | 18.07   | 24.95   | 25.94   | 17.92        |
| 资产减值损失  | -2.64   | -10.08  | -38.75  | -2.28        |
| 投资收益    | 4.60    | 4.06    | 9.63    | 10.10        |
| 利润总额    | 124.38  | 127.65  | 275.51  | 256.42       |
| 营业利润率   | 12.81%  | 13.89%  | 24.29%  | 24.35%       |
| 期间费用率   | 3.37%   | 4.10%   | 3.98%   | 3.51%        |
| 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       | 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

2024 年，公司经营活动现金净流入规模同比大幅增长，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变化。

2024 年，公司经营活动现金流净额同比大幅增长，主要系盈利提升所致；公司投资活动现金净流出规模同比有所减少，其中收到/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；公司筹资活动前现金流净流入规模增幅明显，受盈利水平提升影响，经营活动现金覆盖对外投资需求的能力增强；公司筹资活动现金净流出规模同比扩大，主要系公司分红的现金同比增加。2024 年，公司现金收入比为 106.43%，收入实现质量高。

2025 年 1—9 月，公司经营活动现金流净额同比变动不大；投资活动现金净流出规模同比有所增加，主要系投资支付的现金增加；本期收到关联方拆入资金及支付的往来款规模增加，筹资活动现金流量同比扩大。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目                 | 2022 年         | 2023 年         | 2024 年         | 2025 年 1—9 月   |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流入小计         | 1405.75        | 1500.49        | 1643.62        | 1310.43        |
| 经营活动现金流出小计         | 1317.81        | 1253.63        | 1289.34        | 1069.39        |
| <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>241.03</b>  |
| 投资活动现金流入小计         | 11.31          | 39.52          | 42.84          | 26.85          |
| 投资活动现金流出小计         | 166.19         | 248.17         | 200.08         | 191.62         |
| <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>-164.77</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>76.27</b>   |
| 筹资活动现金流入小计         | 321.11         | 583.99         | 585.42         | 626.00         |
| 筹资活动现金流出小计         | 466.19         | 585.58         | 652.20         | 695.61         |
| <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>-69.61</b>  |
| 现金收入比              | 105.49%        | 110.01%        | 106.43%        | 109.51%        |

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

2024 年，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

截至 2024 年底，公司流动比率及速动比率非常高，经营现金对流动负债及短期债务的保障程度有所提高。2024 年，公司 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 9 月底，公司对外担保金额合计为 25.04 亿元，占公司当期末净资产的 2.02%，为关联担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 9 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 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 843.76 亿元，未使用额度为 286.28 亿元，公司间接融资渠道畅通。

### 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，受投资收益大幅增加影响，2024 年本部盈利水平大幅提升。

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，公司本部营业总收入为 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；投资收益为 101.01 亿元，主要系子公司分红收益大幅增加，带动利润总额增至 98.54 亿元。

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。

### （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，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、债券偿还能力分析

截至 2026 年 5 月 6 日，公司本部由联合资信评级的银行间市场存续债券余额 142.00 亿元。其中，2026 年需偿还债券余额为 15.00 亿元，2027 年需偿还债券余额为 51.00 亿元，2028 年需偿还债券余额为 48.00 亿元，偿还债券本金峰值为 51.00 亿元。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿还债券本金峰值的保障程度很高。

图表 22 • 公司由联合资信评级的存续债券保障情况

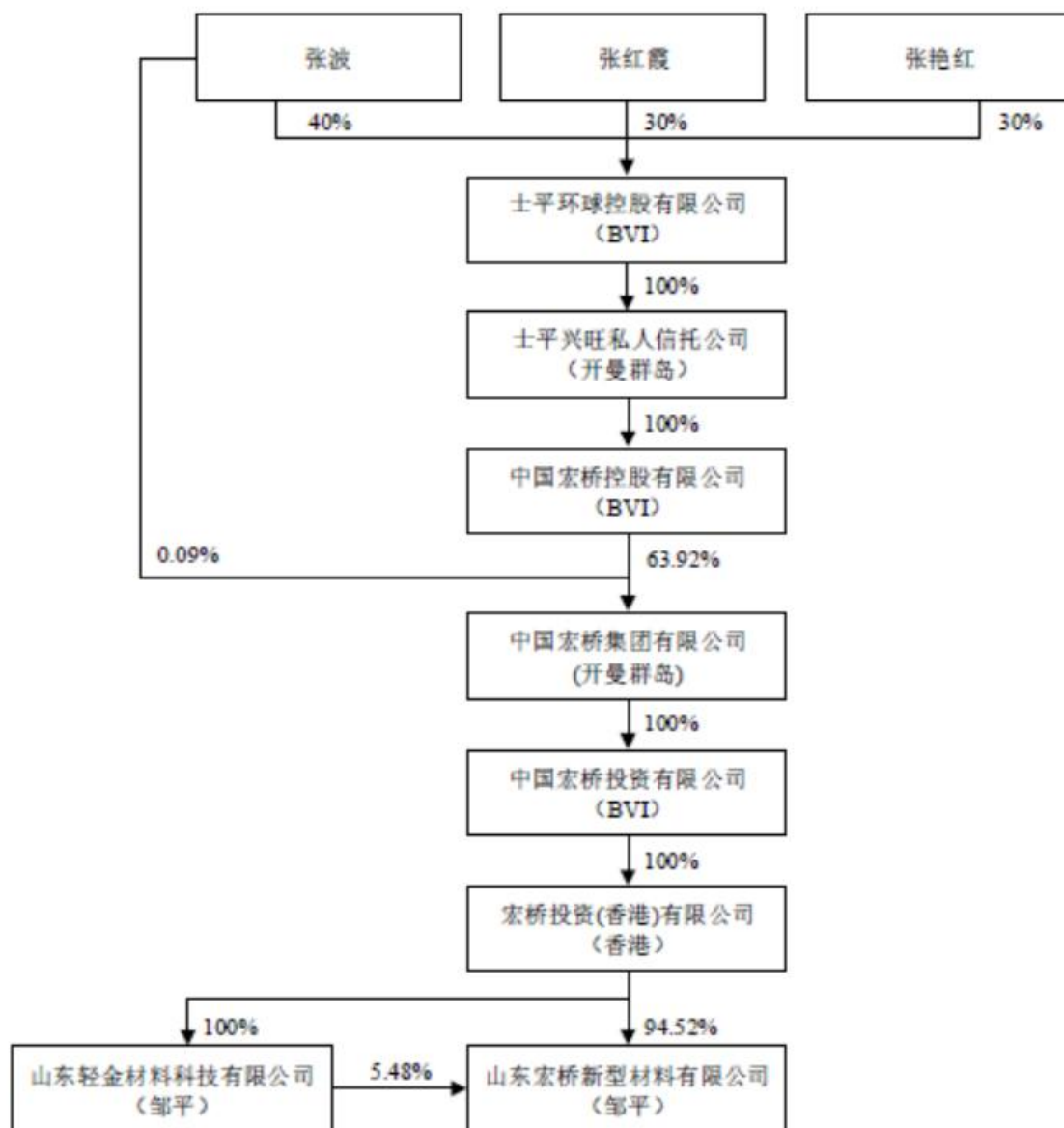
| 项目                      | 2024 年 |
|-------------------------|--------|
| 未来待偿债券本金峰值（亿元）          | 51.00  |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍） | 32.23  |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍） | 6.95   |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）    | 7.24   |

资料来源：联合资信整理

## 八、跟踪评级结论

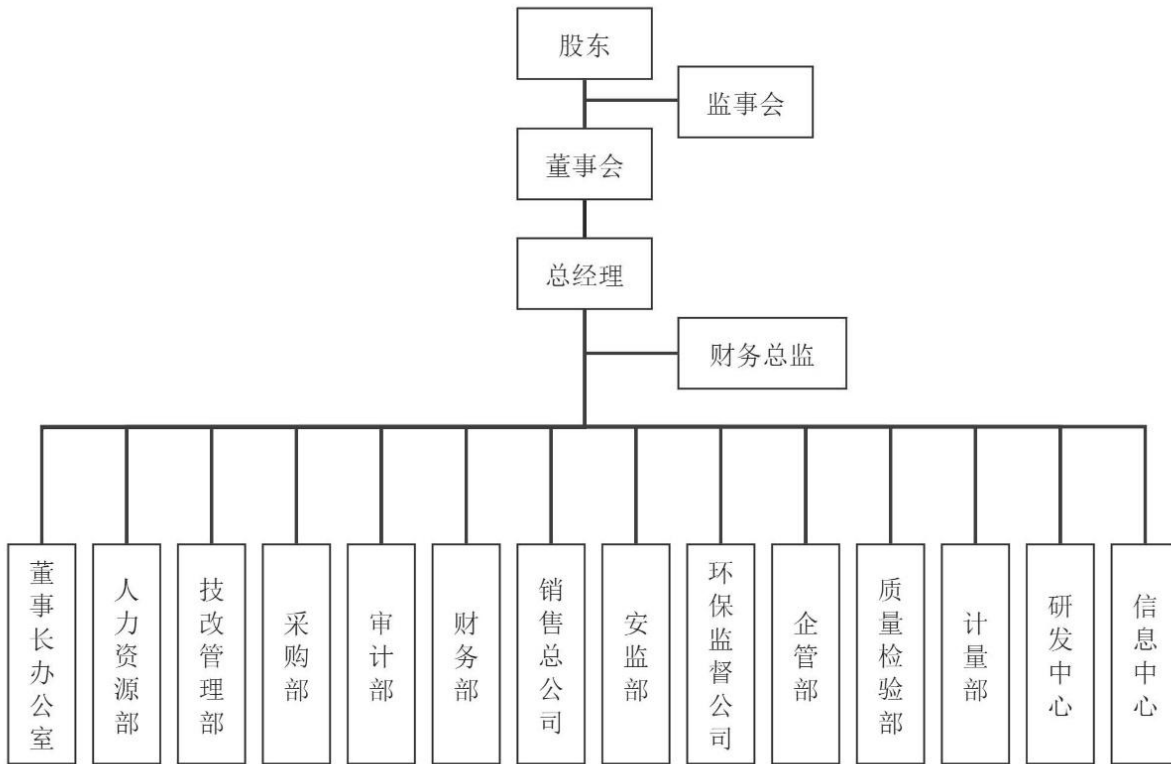
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“26 鲁宏桥 MTN002(科创债)”“26 鲁宏桥 MTN001(科创债)”“26 鲁宏桥 GN001(科创债)”“25 鲁宏桥 GN005(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN009(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN008(科创债)”“25 鲁宏桥 GN004(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN007(科创债)”的信用等级为 AAA<sub>stt</sub>，维持“25 鲁宏桥 GN003(科创债)”“25 鲁宏桥 MTN004”“25 鲁宏桥 MTN003(科创票据)”“25 鲁宏桥 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”“24 鲁宏桥 MTN007(科创票据)”“24 鲁宏桥 MTN006(科创票据)”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 9 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 9 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 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                | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 9 月 |
|--------------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 331.90  | 369.34  | 455.56  | 482.42     |
| 应收账款（亿元）           | 45.71   | 49.56   | 77.92   | 62.15      |
| 其他应收款（合计）（亿元）      | 122.15  | 155.04  | 118.90  | 103.20     |
| 存货（亿元）             | 363.83  | 332.98  | 360.16  | 352.39     |
| 长期股权投资（亿元）         | 61.59   | 64.32   | 69.45   | 90.16      |
| 固定资产（合计）（亿元）       | 510.63  | 533.17  | 489.63  | 627.24     |
| 在建工程（合计）（亿元）       | 75.13   | 77.52   | 169.89  | 80.55      |
| 资产总额（亿元）           | 1861.90 | 1983.10 | 2162.46 | 2255.34    |
| 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   | 30.58      |
| 所有者权益（亿元）          | 991.93  | 1075.81 | 1135.92 | 1236.70    |
| 短期债务（亿元）           | 442.24  | 467.61  | 401.98  | 375.24     |
| 长期债务（亿元）           | 105.89  | 121.65  | 240.33  | 315.23     |
| 全部债务（亿元）           | 548.13  | 589.25  | 642.32  | 690.47     |
| 营业总收入（亿元）          | 1297.12 | 1311.91 | 1517.18 | 1169.26    |
| 营业成本（亿元）           | 1120.83 | 1120.04 | 1135.07 | 874.54     |
| 其他收益（亿元）           | 1.38    | 2.48    | 2.38    | 2.10       |
| 利润总额（亿元）           | 124.38  | 127.65  | 275.51  | 256.42     |
| 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 | 1280.50    |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 1405.75 | 1500.49 | 1643.62 | 1310.43    |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 87.93   | 246.86  | 354.28  | 241.03     |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -154.88 | -208.65 | -157.24 | -164.77    |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -145.07 | -1.58   | -66.78  | -69.61     |
| <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  | 109.51     |
| 营业利润率（%）           | 12.81   | 13.89   | 24.29   | 24.35      |
| 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   | 20.31      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 35.59   | 35.39   | 36.12   | 35.83      |
| 资产负债率（%）           | 46.73   | 45.75   | 47.47   | 45.17      |
| 流动比率（%）            | 138.02  | 136.07  | 155.48  | 167.34     |
| 速动比率（%）            | 89.41   | 90.57   | 104.05  | 112.65     |
| 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    | 1.29       |
| 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 1—9 月财务报表未经审计；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 9 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>        |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 94.77  | 30.44  | 56.26  | 176.19     |
| 应收账款（亿元）           | 16.23  | 6.60   | 19.37  | 0.20       |
| 其他应收款（合计）（亿元）      | 140.54 | 198.14 | 209.20 | 200.18     |
| 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 | 248.68     |
| 固定资产（合计）（亿元）       | 0.10   | 0.10   | 0.10   | 0.09       |
| 在建工程（合计）（亿元）       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.02       |
| 资产总额（亿元）           | 600.81 | 630.44 | 653.79 | 734.90     |
| 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 | 310.88     |
| 短期债务（亿元）           | 85.43  | 81.87  | 63.10  | 83.75      |
| 长期债务（亿元）           | 39.84  | 60.06  | 121.54 | 126.01     |
| 全部债务（亿元）           | 125.28 | 141.93 | 184.64 | 209.76     |
| 营业总收入（亿元）          | 431.73 | 184.93 | 128.79 | 71.63      |
| 营业成本（亿元）           | 420.31 | 172.00 | 117.06 | 65.03      |
| 其他收益（亿元）           | 0.15   | 0.03   | 0.23   | 0.07       |
| 利润总额（亿元）           | 105.87 | 4.55   | 98.54  | 99.60      |
| EBITDA（亿元）         | /      | /      | /      | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 519.54 | 231.46 | 148.97 | 100.37     |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 527.24 | 236.57 | 151.10 | 101.85     |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 41.51  | -7.57  | 14.79  | 16.51      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -32.84 | -60.35 | 85.93  | 0.74       |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -32.84 | -4.12  | -63.10 | 102.81     |
| <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 | 140.13     |
| 营业利润率（%）           | 2.57   | 6.94   | 8.94   | 9.00       |
| 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  | 28.84      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 26.09  | 30.52  | 37.60  | 40.29      |
| 资产负债率（%）           | 40.92  | 48.74  | 53.12  | 57.70      |
| 流动比率（%）            | 153.90 | 124.07 | 144.31 | 137.66     |
| 速动比率（%）            | 148.31 | 124.07 | 143.85 | 137.66     |
| 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   | 2.10       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | /      | /      | /      | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | /      | /      | /      | --         |

注：1. 公司 2025 年 1-9 月财务报表未经审计；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)</sup> ]-1]×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：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 4-4 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 |