中证鹏元
CSCI Pengyuan

重庆顺博铝合金股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【696】号 01

让 评 级 彰 显 价 值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

重庆顺博铝合金股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
顺博转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：重庆顺博铝合金股份有限公司（以下简称“顺博合金”或“公司”，股票代码：002996.SZ）处于再生铝行业第一梯队，随着本期债券募投项目全面投产，2024 年公司有效产能继续扩张，产能利用率、产销率均维持在较高水平，公司生产基地分布在再生铝主要消费区域及原材料集散区域，产品应用领域广泛，有利于拓展销售市场，并对冲不同销售区域、不同下游行业的波动风险；同时中证鹏元也关注到，2024 年公司毛利率仍低于可比同行，利润主要依赖政府补助，总债务规模攀升，财务杠杆明显提高，面临较大的债务滚存压力，应收款项回收风险仍较大，主营业务现金生成能力仍欠佳，产能扩张背景下，公司面临较大资金需求、一定的产能消化风险，以及公司治理水平及信息披露质量有待提升等风险因素。

评级日期

2025 年 06 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	127.89	129.91	76.22	58.99
归母所有者权益	32.93	31.83	25.78	24.56
总债务	89.77	92.10	45.92	29.88
营业收入	34.76	139.77	119.45	110.66
净利润	1.17	0.64	1.22	2.07
经营活动现金流净额	0.68	4.33	-4.15	3.44
净债务/EBITDA	--	6.81	8.23	4.30
EBITDA 利息保障倍数	--	5.57	4.15	6.82
总债务/总资本	73.78%	74.94%	64.68%	54.40%
FFO/净债务	--	-7.80%	-10.25%	-6.61%
EBITDA 利润率	--	3.76%	3.07%	3.95%
总资产回报率	--	1.70%	3.21%	5.66%
速动比率	1.19	1.16	1.26	1.66
现金短期债务比	0.81	0.75	0.52	0.73
销售毛利率	3.77%	3.15%	2.96%	2.75%
资产负债率	74.06%	75.32%	65.44%	55.75%

注：2022-2024 年公司 FFO 数据为负；2023 年财务数据采用 2024 年审计报告期初数。
资料来源：公司 2022 年、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：肖无心
xiaowx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司仍处于再生铝行业第一梯队，具有一定规模优势。**公司为再生铝行业头部企业之一，连续多年稳居西南地区市场占有率第一。2024 年本期债券募投项目全面投产，公司有效产能继续扩张，产能利用率、产销率均维持在较高水平，净营业周期在可比上市公司中处于较低水平；叠加 2024 年铝价中枢整体上移，公司营业收入同比增长约 17%。
- **多元化的生产基地布局、广泛的产品应用领域有助于分散经营风险。**公司围绕国内再生铝主要消费区域及原材料集散区域，在重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山布局 4 大生产基地，经营网络辐射西南、华南、华东及华中地区等再生铝主要消费市场，且部分生产基地可享受政策扶持优势。再生铝作为原铝的替代品，应用领域广泛，且公司初步实现了“再生铸造铝合金+再生变形铝合金”双轮驱动与铝灰危废处置协同推进的战略布局。总体有利于公司拓展销售市场，并对冲不同销售区域、不同下游行业的波动风险。

关注

- **行业整体利润微薄，公司毛利率低于可比同行，利润主要依赖政府补助。**再生铝行业具有“料重工轻”特点，其产品往往附加值较低，且存在上下游账期错配，利润微薄。公司因向个体供应商采购废铝，相对提高了平均成本，毛利率在可比上市公司中处于较低水平，但随着精废价差走阔、新增产能调试磨合、“反向开票”政策落地实施，2024 年公司单位毛利回升；在投资收益、信用减值损失、营业外支出（主要为补缴税款）均增长的综合作用下，2024 年公司归母净利润大幅下降 47.96%至 0.65 亿元，扣非归母净利润 0.95 亿元，与上年基本持平，同期其他收益（政府补助和税费返还等）占利润总额的 238.44%，对利润形成支撑。
- **总债务规模攀升，财务杠杆明显提高，面临较大的债务滚存压力。**2024 年票据贴现率走低，低于公司存款利率，故公司多采用票据结算内部货款并对外贴现，2024 年末总债务同比翻倍，票据保证金、质押存单等现金类资产规模同步攀升；新增债务以票据融资为主，债务呈短期化趋势，2024 年末短期债务规模达 80.72 亿元、占比提升至 87.64%，现金类资产 60.43 亿元。综合作用下，2024 年末净债务同比增长 18.77%，资产负债率继续上升约 10 个百分点至 75.32%。
- **公司应收款项回收风险仍较大，主营业务现金生成能力仍欠佳。**公司经营规模扩大导致应收款项规模继续增长，且公司半数以上的再生铝产品为汽车零部件原料，近年车企竞争激烈、经营压力加大，若下游终端客户出现资金问题将给公司应收账款带来回收风险；2024 年公司应收账款及应收票据坏账损失 0.92 亿元。虽然增加票据结算带动公司 2024 年经营活动现金流净额回正，但受利润规模不大、支付的税费增加影响，同期 FFO 维持净流出状态。
- **产能扩张背景下，面临较大资金需求和一定的产能消化风险。**公司在建变形铝合金项目投资规模较大，除 2024 年定增募资 5.83 亿元用于项目建设以外，尚需公司自筹较大规模资金，并且行业竞争激烈、生产受制于废铝供给，未来需持续关注公司扩产带来的项目建设、营运资金压力和产能消化风险。
- **公司治理水平及信息披露质量有待提升。**公司因未就 2024 年度部分关联交易履行决策程序并及时披露，迟至 2025 年 4 月 23 日才召开董事会进行补充审议，并于 4 月 25 日进行补充披露。针对上述违规行为，公司及相关责任人于 2025 年 5 月 9 日收到中国证券监督管理委员会重庆监管局警示函及深圳证券交易所监管函。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**公司为再生铝行业头部企业之一，生产基地聚焦再生铝主要消费区域及原材料集散区域，产品应用领域广泛，有助于分散经营风险，且未来随着产能爬坡，产品交付能力进一步提升，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	顺博合金（002996.SZ）	立中集团（300428.SZ）	怡球资源（601388.SH）	永茂泰（605208.SH）
总资产	**129.91**	214.26	61.22	39.97
营业收入	**139.77**	272.46	69.99	41.00
净利润	**0.64**	7.16	0.19	0.38
资产负债率	**75.32%**	65.16%	28.42%	47.45%
销售毛利率	**3.15%**	9.62%	5.23%	5.61%

注：上表财务数据均为 2024 年末/度数据。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
矿业及金属企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素		评分等级	评分要素		评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					**aa-**
外部特殊支持					0
主体信用等级					**AA-**

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
顺博转债	8.30	8.30	2025-05-16	2028-08-12

一、 债券募集资金使用情况

“顺博转债”募集资金计划用于顺博合金新材料产业基地项目（一期）40万吨再生铝项目及补充流动资金。截至2025年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为0.11亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、董监高人员未发生变化，因实施2023年度利润分配、2024年定向增发以及部分可转债转股，公司注册资本及实收资本由5.15亿元增加至6.69亿元。2024年12月，原控股股东及实际控制人之一杜福昌退出一致行动关系，公司控股股东及实际控制人变更为王增潮、王真见、王启三兄弟，上述三人继续保持一致行动关系；截至2025年3月末，王增潮、王真见、王启分别持有公司22.44%、21.62%和6.26%的股份（合计50.32%），所持股份不存在质押、标记或冻结情况，公司股权结构图见附录二。

鉴于公司原控股子公司顺博合金江苏有限公司（以下简称“江苏顺博”）已于2023年1月停产，为进一步整合资源配置、优化区域布局、提高运营效率，根据江苏顺博实际情况，公司于2024年7月4日与江苏苏中科建设发展有限公司（以下简称“苏中科”）签订了《股权转让协议》，公司将持有的江苏顺博71.41%全部股权以1.31亿元转让给苏中科；上述股权转让事项已于2024年9月6日完成工商变更登记，江苏顺博不再纳入公司合并报表范围。截至2024年末，公司合并范围内的主要子公司见下表。

表1 公司本部及主要子公司情况（单位：亿元）

名称	持股比例	注册资本	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
公司本部	-	6.69	生产、销售铝合金锭	56.76	26.74	48.47	1.65
广东顺博铝合金有限公司（以下简称“广东顺博”）	100%	0.80	生产、销售铝合金锭	11.48	4.31	27.13	0.05
顺博铝合金湖北有限公司（以下简称“湖北顺博”）	100%	2.00	生产、销售铝合金锭	18.74	5.94	30.67	0.86
顺博合金安徽有限公司（以下简称“安徽顺博”）	100%	10.00	生产、销售铝合金锭	29.59	11.47	37.25	0.60
重庆顺博铝合金销售有限公司（以下简称“顺博销售”）	100%	5.00	销售铝合金锭	47.86	4.67	63.89	-0.03

注：以上各财务指标均为2024年末/度数据。
资料来源：公司2024年度报告，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水

平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

再生铝作为电解铝重要补充部分不可或缺，政策驱动再生铝行业快速发展，但产能不断扩张、原材料废铝供应偏紧导致产能利用率维持低位，市场竞争激烈，企业利润微薄，需持续关注铝价波动及产能消化风险

再生铝是由废旧铝和废铝合金材料或含铝的废料经重新熔化提炼而得到的铝合金，产业链主要由上游废铝原料回收，中游再生铝锭、铝棒铸造和铝合金加工，以及下游铝制品应用组成。再生铝的下游应用领域主要包括汽车、摩托车、机械设备、通信设备、电子电器及五金灯具等。

与原铝（主要指电解铝）相比，再生铝节能减排优势显著，受到国家相关政策的大力支持。截至2024年末，国内电解铝运行产能已达到4,364万吨，逼近4,500万吨产能“天花板”，增产空间已非常有限。而在新能源用铝量稳步增长的态势下，发展再生铝行业对于补充铝原材料供给、提高铝资源利用效率、推动有色金属行业绿色低碳发展具有重要现实意义。2025年3月，工业和信息化部等10部门联合发布的《铝产业高质量发展实施方案（2025-2027年）》中明确：到2027年，我国再生铝产量达1,500万吨以上，并提出“推动再生铝资源回收利用”、“落实再生铝原料进口政策”等。

我国再生铝生产企业以民营和外资（合资）企业为主，市场集中度较低，CR5约为30%、CR10约为45%。据SMM（上海有色网）统计，2024年国内计划新增及新建的再生铸造铝合金项目28个，涉及产能205万吨，其中实际投产项目为16个，实际新增产能132万吨。尽管扩张速度较上年有所放缓，但终端消费的疲软和新增产能的释放加剧了行业竞争。

在行业继续扩产能的情况下，废铝供应仍呈现偏紧状态，导致行业产能利用率不足50%。目前，我国废铝来源已形成以国内为主（约80%）、进口补充（约20%）的格局。2024年10月，生态环境部、海关总署等6部门联合发布《关于规范再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料进口管理有关事项的公告》，虽对废铝可进口范围进行了补充，但受国际市场竞争、内外价格倒挂等因素制约，海外资源补给有限。此外，与下游车企高度绑定的再生铝企业为了保障旺季的汽车订单交付，往往会超额设计产能，从而进一步加剧了淡季的产能闲置问题。

同时，再生铝行业具有“料重工轻”特点，废铝等直接材料成本占比在90%以上，其产品往往附加值较低，利润微薄。由于上游废铝行业为卖方市场，议价能力强势，结算方式为先款后货，而下游客户则有一定账期，因此对再生铝企业营运资金造成较大的占用。一般而言，废铝价格与铝价存在一定的联动性，若铝价上涨，将加大再生铝企业营运资金压力，若铝价持续大幅下行，由于废铝价格波动滞后于铝价，会压缩再生铝行业利润空间。2024年国内铝价呈现M型走势，价格重心整体抬高，企业利润略有改善。

图1 铝锭和广东佛山废铝价格（元/吨）

资料来源：Wind，中证鹏元整理

长期来看，随着建筑、交通、电力、包装、耐用品等多个领域逐步进入废铝回收周期，以及进口政策调整优化，上游废铝旧料供应量有望增长；2024年8月1日起实施的《公平竞争审查条例》有望放缓行业产能扩张速度，构建公平竞争市场生态；新能源领域、汽车轻量化为再生铝提供较强的需求支撑。此外，上海期货交易所于2025年6月10日起挂牌交易铸造铝合金期货及期权，有助于形成规范、透明、高效的铸造铝合金定价机制，及时客观反映其市场供求和预期变化，完善实体企业风险管理工具；同时，实体企业通过实物交割扩展其现货流通渠道，成为实现平稳销售采购的有益补充。但仍需持续关注产能消化风险和铝价格波动对业内企业现金流及利润的影响。

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务和经营模式未发生变化，仍主要从事循环经济领域的再生铝合金锭（液）系列产品的生产和销售，实行“以销定产、以产定采”的经营模式，通过保持较高的流动资产周转效率

和较好的业务链过程控制来实现整体盈利。

2024年本期债券募投项目40万吨产能已建设完成，新增产能释放、销售市场拓展助力公司产销量继续增长，加之铝价中枢整体上移，公司营业收入同比增长约17%；铝合金锭的生产销售仍维持低附加值，铝棒产品扭亏带动公司销售毛利率略有改善。2025年一季度，铝价窄幅震荡，随着子公司湖北顺博、安徽顺博产能爬坡，公司毛利率小幅提升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
铝合金锭	32.40	93.20%	3.05%	130.41	93.31%	2.63%	108.26	90.63%	2.63%
铝合金锭受托加工费	0.17	0.48%	27.95%	0.50	0.36%	1.63%	0.41	0.34%	2.06%
铝板带	1.80	5.19%	4.94%	5.86	4.19%	2.23%	4.18	3.50%	3.66%
铝棒	0.00	0.00%	-	1.57	1.13%	0.28%	4.88	4.09%	-4.15%
其他业务	0.39	1.13%	48.09%	1.42	1.01%	58.01%	1.73	1.44%	42.08%
合计	**34.76**	**100.00%**	**3.77%**	**139.77**	**100.00%**	**3.15%**	**119.45**	**100.00%**	**2.96%**

注：其他业务收入主要包括材料销售、废品销售、贸易、租赁、利息收入等；公司决定自2024年1月1日起对符合净额法核算条件的政府补助改按净额法核算，并对会计政策的相关内容进行调整，采用追溯调整法变更财务报表列报金额，2023年营业成本和其他收益均调减1.72亿元。
资料来源：公司2024年度报告、公司提供，中证鹏元整理

2024年公司有效产能继续扩张，产能利用率、产销率均维持在较高水平，同期铝价重心整体抬高，公司收入规模进一步提升；随着精废价差走阔、新增产能调试磨合以及“反向开票”政策落地实施，公司毛利率有所改善，但再生铝行业整体利润不佳；需持续关注铝价波动风险以及扩产带来的项目建设、营运资金压力和产能消化风险

公司仍处于再生铝行业第一梯队，生产基地围绕国内再生铝主要消费区域及原材料集散区域布局，2024年市场份额维持在7%左右[1]，连续多年稳居西南地区市场占有率第一；2024年11月，公司成为工业和信息化部首批（共27家）符合《废铜铝加工利用行业规范条件》[2]的企业之一。2024年安徽顺博一期40万吨产能（本期债券募投项目）全面投产，公司有效产能继续扩张，经营网络辐射西南、华南、华东及华中地区等再生铝主要消费市场，规模优势和产品交付能力进一步提升，带动产销量增长，产能利用率、产销率均维持在较高水平。

表3 公司生产基地布局情况（单位：万吨/年）

指标名称	2024年	2023年
设计产能	105.00	105.00
有效产能	83.81	79.31

[1] 2024年全国再生铝产量约1,050万吨，按公司自产自销产量73.38万吨计算市场份额。
[2] 工业和信息化部印发的《废铜铝加工利用行业规范条件》自2024年1月1日起实施，从总则，企业布局与项目选址，规模、装备和工艺，资源综合利用及能耗，环境保护，产品质量和职业教育，安全生产、职业健康和社会责任，监督管理等八个方面，对废铜铝加工利用企业提出了要求。

其中：重庆合川	22.78	27.53
广东清远	13.68	11.46
湖北襄阳	20.14	17.77
安徽马鞍山	27.21	20.88
产量	73.38	68.17
产能利用率	87.56%	85.95%

注：（1）上表数据包含铸造铝合金和变形铝合金；（2）公司的有效产能按生产装置的实际运行时间计算；（3）上表中的产量仅指公司自产自销部分，产能利用率按照产量/有效产能计算。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从业务布局来看，公司初步实现了“再生铸造铝合金+再生变形铝合金”双轮驱动与铝灰危废处置协同推进的战略布局。铸造铝合金板块，公司依托重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山4大生产基地，持续拓展市场；变形铝合金板块，重庆奥博铝材制造有限公司（以下简称“重庆奥博”）经过技术升级改造、拓宽销售渠道，2024年实现扭亏为盈，同时推动安徽顺博二期项目建设（2024年3月定增募投项目）；铝灰危废处置板块，子公司重庆顺博环保新材料有限公司位于重庆大足的铝灰综合利用项目受下游建筑业景气度影响，经营规模小，对公司整体业绩影响有限。

未来随着新建产线的建成投产，公司产能将进一步扩大，有助于提升产品交付能力。但考虑到在建项目尚需固定资产投资规模较大，给公司带来较大的资本开支压力；并且再生铝行业竞争激烈、生产受制于废铝供给，需持续关注公司新建项目投产后的产能消化风险。此外，规模扩张将推高公司营运资金需求，需持续关注其资金压力及财务杠杆状况。

表4 截至2024年末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	计划总投资	计划固定资产投资	固定资产已投资	资金来源
安徽马鞍山新材料产业基地63万吨低碳环保型铝合金扁锭项目	63万吨铝合金扁锭	78,234.00	65,931.00	9,470.00	定增资金2亿+自筹
安徽马鞍山新材料产业基地50万吨绿色循环高性能铝板带项目	50万吨铝板带	289,244.00	268,103.00	31,112.00	定增资金3.83亿+自筹
合计	-	**367,478.00**	**334,034.00**	**40,582.00**	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司产品定价模式未发生变化，仍分为随行就市、“成本+加工费”两种，且以第一种定价方式为主，销售仍以直销为主，2024年直销销售收入占比99.68%。公司产品主要应用于汽车、通用机械设备、通讯设备、电子电器、五金灯具、摩托车等行业铝合金铸造件和压铸件产品的生产，随着新能源汽车的快速发展以及公司对下游客户的持续拓展，汽车领域客户占比进一步提升至53%以上。

2024年公司前五大客户分别为重庆渝江压铸股份有限公司、重庆市璧山区瑞通精密压铸有限公司、长安汽车（000625.SZ）、湖北航特装备制造股份有限公司和泉峰汽车（603982.SH），前五大客户销售额占比22.03%，客户稳定性较好且集中度一般。

2024年国内铝价呈现M型走势，价格中枢较上年上移。2024年公司实现销量81.89万吨，同比增长10.87%；实现营业收入139.77亿元，同比增长17.01%。

表5 公司再生铝销售情况（单位：吨）

指标名称	2024 年	2023 年
销量	818,943.94	738,629.36
产销率	99.52%	101.86%

注：上表中的销量由铸造铝合金和变形铝合金产品构成，且包含受托加工、外购产成品直接对外销售的情况。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品“料重工轻”，生产成本主要由原材料成本构成，跟踪期内采购的主要原材料未发生变化，仍为各种类型的铝材料及少量硅、铜。公司实行“以产定采”的采购模式，根据生产计划及现有原材料情况，合理制定当期采购计划，确保各主要原材料满足安全库存的要求，同时结合市场供求情况、原材料价格波动情况、公司生产设备检修计划等灵活调整。随着产销量增长，2024年公司废铝采购量明显提升；废铝、A00铝锭采购均价随市场行情均有所上涨。

原材料废铝处于卖方市场，供应商议价能力强，结算方式基本为款到发货。原材料涨价将加大公司营运资金压力，持续大幅跌价则会导致备料成为高价库存，侵蚀公司单位产品的毛利润，需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响。

表6 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2024 年	2023 年
废铝	采购数量（万吨）	62.59	52.31
	单价（元/吨）	15,749.78	14,625.42
	金额（亿元）	98.57	76.50
A00 铝锭	采购数量（万吨）	5.17	8.32
	单价（元/吨）	17,558.21	16,510.13
	金额（亿元）	9.08	13.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

视不同区域的采购资源及采购成本情况，公司面向再生资源回收企业、生产企业或贸易企业采购或向个体经营者采购。由于个体供应商无法开具增值税专用发票，相对提高了公司废铝采购的平均成本；但根据公司与部分生产基地所在的地方政府签订的投资协议，自经营或投产起十年内，有关政府将子公司缴纳的经营性税收的地方留存部分，按照约定的比例对其扶持奖励，一定程度弥补了公司原材料成本增加带来的利润损失。此外，2024年国家税务总局出台了《关于资源回收企业向自然人报废产品出售者“反向开票”有关事项的公告》，自2024年4月29日起，自然人报废产品出售者向资源回收企业销售报废产品，符合条件的资源回收企业可以向出售者开具发票（以下称“反向开票”）[3]。

2024年公司前五大供应商采购占比28.09%，较上年有所增长，但集中度仍一般，且废铝多来源于集散市场，公司对供应商不存在重大依赖。2024年铝精废价差整体走阔，加之公司新增产能逐步调试磨合以及“反向开票”政策落地实施，2024年公司单位毛利回升至436.45元/吨，但行业整体利润微薄，且公

[3] 自然人销售报废产品连续 12 个月“反向开票”累计销售额超过 500 万元的，资源回收企业不得再向其“反向开票”。

司毛利率在可比上市公司中处于较低水平。

表7 公司再生铝单位毛利情况（单位：元/吨）

指标名称	2024 年	2023 年
单位售价	16,893.42	15,937.78
单位成本	16,456.98	15,778.79
单位毛利	436.45	158.99

注：上表数据包含铸造铝合金和变形铝合金。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 部分上市公司再生铝业务对比情况（单位：万吨）

企业	生产基地	销量		毛利率	
		2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
立中集团	天津、河北保定、吉林长春、河北秦皇岛、山东烟台、山东滨州、广东广州、广东清远、广东英德、湖北武汉、江苏扬中和扬州、安徽六安、重庆和泰国等	107.10	90.35	6.16%	5.72%
顺博合金	重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山	81.89	73.86	2.58%	0.92%
怡球资源	江苏太仓、马来西亚	24.24	22.27	1.63%	4.26%
永茂泰	安徽广德、上海、四川成都、重庆	23.41	18.93	4.01%	3.23%

资料来源：各上市公司 2023-2024 年度报告，中证鹏元整理

因上下游账期错配，公司承担垫资压力，2024年行业内企业净营业周期普遍上升，营运资金压力仍较大

公司与下游客户结算方式多为先货后款，账期一般不超过60天，2024年应收账款周转天数进一步拉长，高于怡球资源，与其他同行无明显差异；但需要注意的是，公司半数以上的再生铝产品为汽车零部件原料，近年车企竞争激烈、经营压力加大，若下游终端客户出现资金问题将给公司应收账款带来回收风险。原材料市场为卖方市场，采购结算方式多为先款后货，且子公司湖北顺博、安徽顺博主要向个体供应商采购废铝，对现金支付要求更高，应付账款周转天数低于同行，2024年与上年基本持平。再生铝行业利润微薄，公司通过加速存货周转，缩短原材料采购入库至产品销售完成的时间，降低原材料及产品价格持续下跌期间产品利润减小的风险，存货周转天数明显低于同行上市公司。综合上述因素，公司净营业周期在可比上市公司中处于较低水平，但随着竞争加剧，2024年行业内企业净营业周期普遍上升，并且由于承担垫资压力，整体现金循环周期较长，营运资金压力较大。

表9 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	应收账款周转天数		存货周转天数		应付账款周转天数		净营业周期	
	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
立中集团	63	58	61	64	20	21	104	101
顺博合金	**79**	**73**	**24**	**26**	**7**	**7**	**96**	**92**
怡球资源	32	30	77	77	15	16	94	91
永茂泰	95	81	54	60	24	21	124	120

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

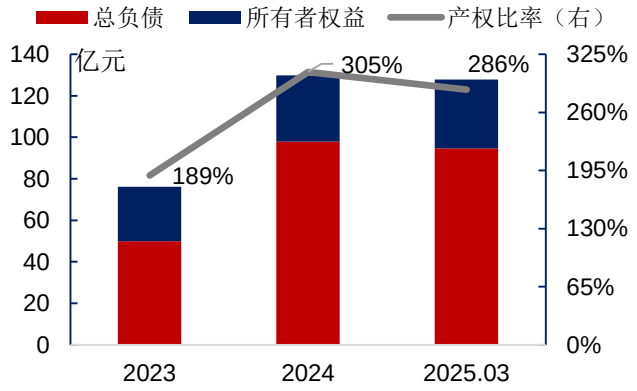
以下分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。公司决定从2024年1月1日起对符合净额法核算条件的政府补助改按净额法核算，并对会计政策的相关内容进行调整，采用追溯调整法变更相关财务报表列报，2023年营业成本和其他收益均调减1.72亿元。故以下分析中2023年财务数据采用2024年审计报告期初数。

2024 年公司多采用票据结算内部货款，导致短期债务、现金类资产（主要为票据保证金、质押存单）同步攀升，财务杠杆明显提高，总债务规模翻倍，面临较大的债务滚存压力，且期限结构有待改善；同期，公司主业盈利能力有所提升，并获得股权处置收益、大额存单利息等，现金流状况得到改善，但信用减值损失、补缴税款侵蚀净利润

资本实力与资产质量

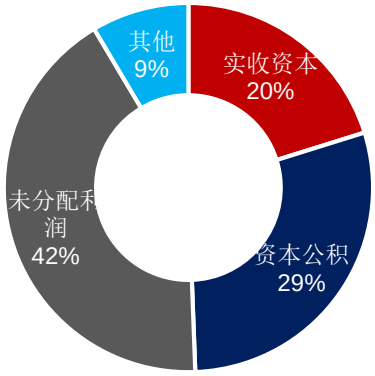
公司净资产结构较稳定，2024年3月公司定增募集资金到位（净额5.93亿元）提升了资本实力，但2024年票据融资规模大幅增长，2024年末产权比率攀升至305.18%。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年票据贴现率走低，低于公司存款利率，故公司多采用票据结算内部货款并对外贴现，导致票据保证金、质押存单大幅增长，加之定增募集资金到位、业务规模扩大，公司资产规模明显增加，增量主要为现金类资产。具体来看，公司现金类资产主要体现在货币资金、应收票据、其他流动资产等科目，2024年末其他流动资产中定期存单账面价值33.79亿元；其他资产以原材料/产品储备、销售形成的未收现销售款、厂房设备为主，符合“料重工轻”特征，但公司经营规模扩大导致应收款项规模继续增长，对营运资金形成较大占用，且面临一定坏账风险，2024年应收票据及应收账款坏账损失0.92亿元，其他应收款坏账损失0.38亿元。截至2024年末，公司受限资产占总资产的比重大增至38.26%，主要系保证金、质押

存单，公司整体资产质量、流动性一般。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.71	15.41%	19.59	15.08%	8.21	10.77%
应收票据	3.88	3.03%	4.02	3.10%	3.73	4.90%
应收账款	30.51	23.86%	33.72	25.96%	27.93	36.65%
预付款项	3.90	3.05%	4.13	3.18%	3.61	4.74%
存货	9.20	7.20%	9.59	7.38%	8.10	10.62%
其他流动资产	34.26	26.79%	34.84	26.82%	6.80	8.92%
流动资产合计	**106.65**	**83.39%**	**110.38**	**84.96%**	**59.84**	**78.51%**
固定资产	10.51	8.22%	10.57	8.14%	8.83	11.59%
在建工程	2.20	1.72%	1.26	0.97%	1.64	2.16%
无形资产	2.28	1.79%	2.30	1.77%	2.03	2.67%
其他非流动资产	3.78	2.96%	2.99	2.30%	1.51	1.99%
非流动资产合计	**21.24**	**16.61%**	**19.54**	**15.04%**	**16.38**	**21.49%**
资产总计	**127.89**	**100.00%**	**129.91**	**100.00%**	**76.22**	**100.00%**

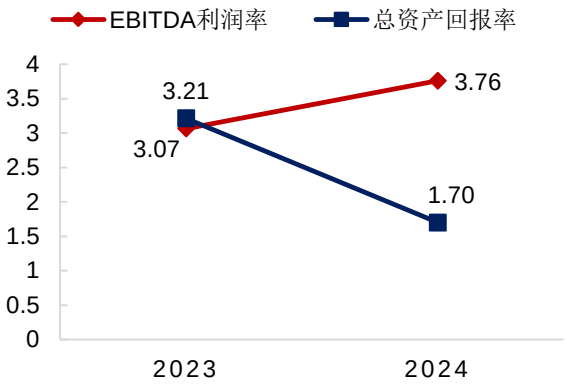
资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入主要来自再生铝业务，2024年产品量价齐升推动公司营收规模同比增长约17%，毛利率略有改善。同时，扩大生产、拓展市场导致销售、管理费用进一步增长，融资、贴现规模扩大导致财务费用上涨，跟踪期内公司期间费用率仍维持在2%左右。2023-2024年公司收到的政府补助和税费返还等其他收益是同期利润总额的87.71%、238.44%，公司盈利对政府补助的依赖较大。

得益于江苏顺博股权处置收益、大额存单利息等，2024年公司获得投资净收益0.98亿元，同比增长574.55%。但2024年公司信用减值损失1.30亿元，且历史供应商虚开发票导致公司补缴税款1.27亿元，一定程度侵蚀公司利润，当期归母净利润大幅下降47.96%至0.65亿元，扣非归母净利润0.95亿元，与上年基本持平。总的来看，2024年公司EBITDA利润率回升，总资产回报率继续下降，未来需持续关注铝价、政府补助规模波动对公司盈利能力的影响。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

产能扩张背景下，公司运营资金和项目建设资金需求提升，加之2024年公司加大内部票据结算规模并对外贴现，2024年末总债务同比翻倍；与之对应，同期票据保证金、质押存单等现金类资产规模攀升，2024年末净债务同比增长18.77%。银行借款（含票据融资）和资本市场再融资是公司最主要的融资渠道，从期限结构来看，公司新增债务以短期债务为主，2024年末短期债务占比进一步提升至87.64%，面临较大的债务滚存压力。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	61.02	64.42%	61.49	62.84%	30.25	60.64%
应付票据	11.04	11.66%	16.49	16.86%	3.73	7.48%
应付账款	2.21	2.33%	2.58	2.64%	2.39	4.79%
一年内到期的非流动负债	3.31	3.49%	2.60	2.65%	2.60	5.21%
流动负债合计	**82.12**	**86.70%**	**86.91**	**88.82%**	**41.17**	**82.54%**
长期借款	4.28	4.52%	2.59	2.64%	0.52	1.04%
应付债券	7.64	8.07%	7.53	7.70%	7.29	14.61%
非流动负债合计	**12.60**	**13.30%**	**10.94**	**11.18%**	**8.71**	**17.46%**
负债合计	**94.71**	**100.00%**	**97.85**	**100.00%**	**49.88**	**100.00%**
总债务	89.77	94.77%	92.10	94.12%	45.92	92.06%
其中：短期债务	76.57	85.31%	80.72	87.64%	36.85	80.25%
长期债务	13.19	14.69%	11.38	12.36%	9.07	19.75%

注：合并范围内成员企业之间因发生购销交易结算开立的、已贴现尚未到期银行承兑汇票，在合并报表层面将其自应付票据调整至短期借款列报。
资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司经营活动现金流净额由负转正，主要原因是本期存单利息和保证金利息高于贴现费用，

公司优化资金使用方式，增加票据结算规模和贴现规模，导致购买商品支付的现金减少。受利润规模不大、支付的税费增加影响，同期FFO维持净流出状态。综合来看，公司主营业务现金生成能力仍欠佳。

跟踪期内，公司财务杠杆进一步抬升，2024年末资产负债率、总债务/总资本均较上年末增长约10个百分点；同期盈利能力略有提升，净债务/EBITDA、FFO/净债务、EBITDA利息保障倍数等指标表现均有所改善。

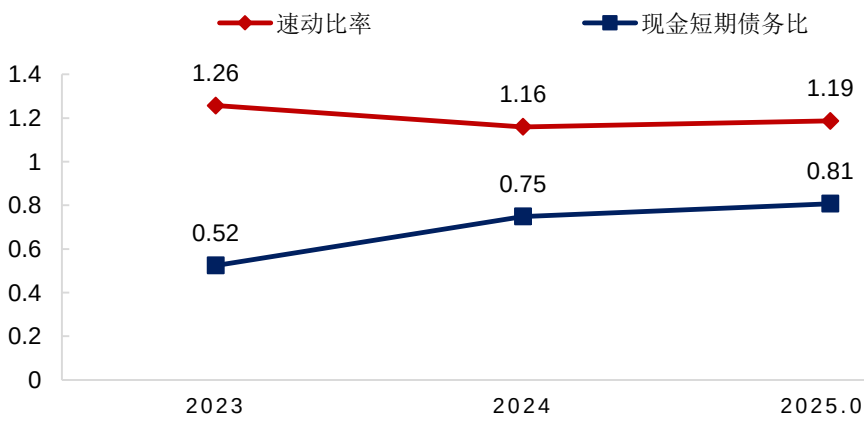
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.68	4.33	-4.15
FFO（亿元）	--	-2.79	-3.09
资产负债率	74.06%	75.32%	65.44%
净债务/EBITDA	--	6.81	8.23
EBITDA 利息保障倍数	--	5.57	4.15
总债务/总资本	73.78%	74.94%	64.68%
FFO/净债务	--	-7.80%	-10.25%
经营活动现金流净额/净债务	2.35%	12.11%	-13.79%
自由现金流/净债务	-3.07%	-0.37%	-28.18%

资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2024年公司速动比率仍在1.0以上，表现较好。2024年公司新增债务以票据融资为主，债务呈短期化趋势，同时票据保证金、质押存单等现金类资产规模大幅增长，其对短期债务的保障程度有所改善，但仍不足以完全覆盖。考虑到公司作为上市公司，直接融资和间接融资渠道较为通畅，且拥有一定规模的非受限资产，具备一定的再融资能力。截至2025年3月末，公司剩余可使用的金融机构授信额度29.38亿元，货币资金、应收票据、银行存单等现金类资产合计61.82亿元，备用流动性较好。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

公司治理水平及信息披露质量有待提升

2024年度公司全资孙公司安徽望博再生资源回收有限责任公司与关联自然人杜嘉慧、俞璨、胡勇胜[4]发生原材料采购关联交易，交易金额合计1,429.02万元，占公司2024年经审计净资产的0.446%。公司未就相关关联交易履行决策程序并及时披露，迟至2025年4月23日才召开董事会进行补充审议，并于4月25日进行补充披露。针对上述违规行为，公司及相关责任人于2025年5月9日收到中国证券监督管理委员会重庆监管局警示函及深圳证券交易所监管函。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日[5]，公司本部、广东顺博、湖北顺博、安徽顺博和顺博销售不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月19日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

[4] 杜嘉慧、俞璨、胡勇胜系持公司 5%以上股份股东杜福昌的关系密切的家庭成员，杜嘉慧系杜福昌的女儿，俞璨系杜福昌的儿子的配偶，胡勇胜系杜福昌的女儿的配偶。

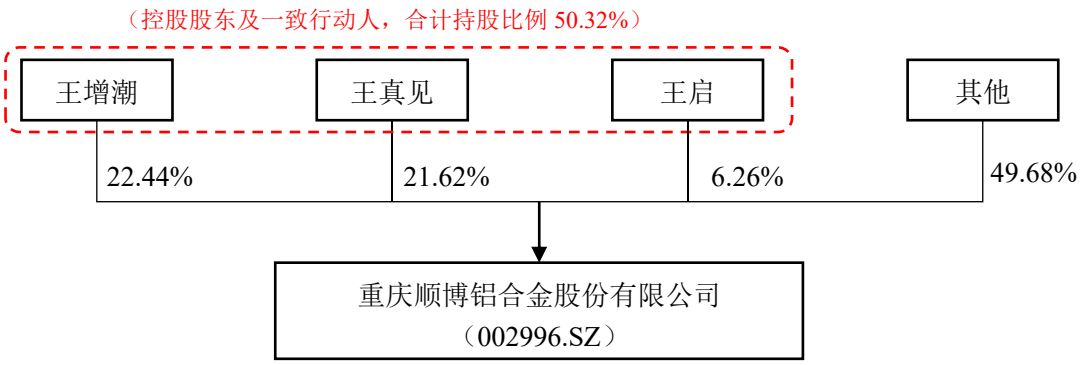
[5] 公司本部、湖北顺博、安徽顺博和顺博销售查询日期均为 2025 年 5 月 30 日，广东顺博查询日期为 2025 年 4 月 18 日。

附录一　公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	19.71	19.59	8.21	7.59
应收账款	30.51	33.72	27.93	20.48
其他流动资产	34.26	34.84	6.80	3.56
流动资产合计	106.65	110.38	59.84	46.19
非流动资产合计	21.24	19.54	16.38	12.80
资产总计	127.89	129.91	76.22	58.99
短期借款	61.02	61.49	30.25	16.24
应付票据	11.04	16.49	3.73	2.44
一年内到期的非流动负债	3.31	2.60	2.60	0.72
流动负债合计	82.12	86.91	41.17	22.47
长期借款	4.28	2.59	0.52	2.27
应付债券	7.64	7.53	7.29	7.02
非流动负债合计	12.60	10.94	8.71	10.42
负债合计	94.71	97.85	49.88	32.89
总债务	89.77	92.10	45.92	29.88
其中：短期债务	76.57	80.72	36.85	19.53
长期债务	13.19	11.38	9.07	10.34
所有者权益	33.17	32.06	26.34	26.10
营业收入	34.76	139.77	119.45	110.66
营业利润	1.27	2.07	1.31	2.49
净利润	1.17	0.64	1.22	2.07
经营活动产生的现金流量净额	0.68	4.33	-4.15	3.44
投资活动产生的现金流量净额	-0.86	-32.30	-7.91	-6.88
筹资活动产生的现金流量净额	2.49	29.70	12.34	7.11
财务指标	**2025 年 3 月**	**2024 年**	**2023 年**	**2022 年**
EBITDA（亿元）	--	5.26	3.66	4.37
FFO（亿元）	--	-2.79	-3.09	-1.24
净债务（亿元）	28.96	35.77	30.12	18.80
销售毛利率	3.77%	3.15%	2.96%	2.75%
EBITDA 利润率	--	3.76%	3.07%	3.95%
总资产回报率	--	1.70%	3.21%	5.66%
资产负债率	74.06%	75.32%	65.44%	55.75%
净债务/EBITDA	--	6.81	8.23	4.30
EBITDA 利息保障倍数	--	5.57	4.15	6.82
总债务/总资本	73.78%	74.94%	64.68%	54.40%
FFO/净债务	--	-7.80%	-10.25%	-6.61%

资料来源：公司 2022 年、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二　公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

附录三　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四　信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

中证鹏元公众号

中证鹏元视频号

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T：0755-8287 2897

W：www.cspengyuan.com