



# 江苏丽岛新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 江苏丽岛新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2023-9-21

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：江苏丽岛新材料股份有限公司（以下简称“丽岛新材”或“公司”，股票代码：603937.SH）在彩涂铝材行业具有一定的产能优势，客户集中度较低，且杠杆水平低，流动性指标表现较好。同时中证鹏元也关注到，公司彩涂铝材业务毛利率下滑，新建的电池铝箔产能能否实现预期收益存在不确定性，存在一定的营运资金压力，且应收款项及存货存在一定资产减值风险等风险因素。

## 债券概况

<b>发行规模：</b> 3 亿元
<b>发行期限：</b> 6 年
<b>偿还方式：</b> 每年付息一次，未转股部分到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款
<b>发行目的：</b> 募集资金全部用于年产 8.6 万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目（二期）

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.6	2022	2021	2020
总资产	21.27	18.77	18.74	18.46
归母所有者权益	15.80	15.71	15.25	14.98
总债务	2.17	1.58	2.32	2.35
营业收入	7.51	16.03	17.45	13.66
净利润	0.36	0.88	1.32	1.15
经营活动现金流净额	0.70	1.45	-0.17	1.36
净债务/EBITDA	--	-2.10	-2.14	-3.31
EBITDA 利息保障倍数	--	161.35	538.24	175.58
总债务/总资本	12.05%	9.15%	13.22%	13.55%
FFO/净债务	--	-33.43%	-36.03%	-22.99%
EBITDA 利润率	--	9.55%	11.83%	12.68%
总资产回报率	--	6.16%	9.09%	8.63%
速动比率	1.42	2.66	3.34	3.59
现金短期债务比	1.95	3.31	3.10	3.60
销售毛利率	9.83%	12.07%	14.01%	14.09%
资产负债率	25.71%	16.29%	18.59%	18.89%

注：2020-2022 年公司净债务均为负。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：**刘惠琼  
liuhq@cspengyuan.com

**项目组成员：**蒋晗  
jianghan@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 优势

- **公司在彩涂铝材行业具有一定的产能优势，客户集中度较低。**公司在彩涂铝材行业深耕多年，在彩涂铝材小批量定制化生产、涂料配方多样性等方面具有较丰富的生产经验积累，并具有一定的产能优势，客户集中度较低，且与长青科技、和进食品制罐等优质客户合作关系良好，有助于业务稳定。
- **公司流动性指标表现较好。**得益于多年利润积累以及 IPO 募集资金，截至 2023 年 6 月末公司资产负债率较低，速动比率及现金短期债务比表现尚可，因厂房拆迁而预计获得的 3.97 亿元补偿款可增强公司的资金实力。

## 关注

- **新增产能能否实现预期收益存在不确定性。**近年公司彩涂铝产能利用率偏低，在 IPO 募投项目全面投产、常州老厂拆迁后，彩涂铝材产能将较目前增长约 14%，存在一定的产能消化压力；本期债券募投电池铝箔项目存在一定的建设资金压力，且前期缺少相关技术及人才积累，若在建项目建成投产后市场需求不及预期，将导致新增产能无法顺利消化，相关项目资产折旧将会侵蚀公司利润。
- **公司业绩存在一定波动。**受外部环境、经济发展不确定性等因素导致下游需求波动影响，近年公司主营业务收入存在一定波动，2022 年以来下游公共建筑行业需求明显弱化，主营业务收入增长承压，公司通过开展大板锭贸易等补充收入来源，但该等贸易业务客户与公司供应商存在一定重叠，业务持续性较弱且对业务独立性形成一定不利影响；而受原料库存周期、新签订单售价偏低等因素影响，主营业务毛利率呈下降趋势。考虑到公司存货规模较大、铝锭价格仍存在较大波动风险，主营业务毛利率能否企稳回升尚存在较大不确定性。
- **应收款项及存货占资产比重大，存在一定的减值风险，且上下游对营运资金占用明显。**截至 2023 年 6 月末，公司应收账款、存货占资产比重较大，应收款项中包含较多中小型公共建筑装饰企业，存货以价格波动频率较高的铝卷为主；此外公司处于铝加工行业中游，产业链地位偏低，采购议价能力较弱、应付账款周转较快。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在彩涂铝材行业具备较丰富的生产经验积累及一定的产能优势，且客户集中度较低，与优质客户合作关系良好，预计未来经营可持续性较好。

## 同业比较（单位：亿元、%）

指标	鼎胜新材	明泰铝业	豪美新材	英联股份	丽岛新材	扬子新材
总资产	219.54	189.55	52.75	27.26	18.77	5.99
资产负债率	71.23	33.33	58.53	70.67	16.29	62.05
营业收入	216.05	277.81	54.13	19.35	16.03	4.84
销售毛利率	16.18	9.76	10.21	9.06	12.07	6.06
净利润	13.83	16.42	-1.12	-0.45	0.88	-0.36
存货周转天数	68.57	54.50	59.08	76.60	93.66	37.03
应收账款周转天数	33.51	12.61	90.00	51.75	44.67	78.78
应付账款周转天数	23.20	13.82	18.62	43.27	19.65	10.46
净营业周期	78.89	53.30	130.46	85.08	118.68	105.36

注：以上各指标均为 2022 年数据。

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_2022V1.0
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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>a+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>A+</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了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。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	无	无	无	无

## 一、发行主体概况

公司前身为常州市丽岛金属材料制造有限公司，于2004年3月由蔡征国、蔡红夫妇共同出资设立，初始注册资本为500万元，其中蔡征国、蔡红分别以现金出资450万元、50万元。后经多次增资和股权转让，2011年12月公司整体变更为股份有限公司，并变更为现名，整体变更后公司注册资本为0.90亿元，其中蔡征国、蔡红持股比例分别为71.70%、8.30%。2015年5月公司在“新三板”挂牌，在挂牌期间未发行股份，此后于2016年7月开始暂停交易。2017年11月2日公司首次公开发行A股并在上交所上市，股票代码为603937.SH，募集资金净额4.20亿元，注册资本及股本均增加至20,888.00万元。

截至2023年6月末，蔡征国、蔡红分别持有公司56.84%、6.23%的股权，公司控股股东为蔡征国，实际控制人为蔡征国、蔡红夫妇。2023年6月末公司实际控制人持有公司的股权不存在质押、冻结情况，公司股权结构图如附录二所示。

公司主营以建筑工业彩涂铝材、食品包装彩涂铝材及精整切割铝材为主的铝材深加工业务，产品主要应用于公共建筑、食品包装等领域。截至2023年6月末，公司纳入合并范围的一级子公司共2家，分别为负责食品包装铝材业务的子公司肇庆丽岛新材料科技有限公司（以下简称“肇庆丽岛”），以及负责电池铝箔业务的子公司丽岛新能源（安徽）有限公司（以下简称“丽岛新能源”），2022年末/度两家公司的重要财务指标情况如下表所示。

**表1 2022 年末/年度公司一级子公司财务指标情况（单位：万元）**

子公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
肇庆丽岛	19,956.91	18,280.81	47,535.31	2,378.71
丽岛新能源	50,581.11	20,703.94	0.00	-19.06

资料来源：公司 2022 年度报告，中证鹏元整理

## 二、本期债券概况

**债券名称：**江苏丽岛新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

**发行规模：**3亿元；

**债券期限和利率：**6年，票面利率由公司董事会根据股东大会的授权在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况确定；

**还本付息方式：**每年付息一次的付息方式，到期归还本金和支付最后一年利息；

**转股期限：**自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**不低于募集说明书公告日前20个交易日和前1个交易日公司A股股票交易均价；

**转股价格向下修正条款：**在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%（不含85%）时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价之间的较高者。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

**债券赎回条款：**在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

- （1）公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）；
- （2）本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时。

#### **回售条款：**

##### **1、有条件回售条款**

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

##### **2、附加回售条款**

若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且根据中国证监会、上海证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会、上海证券交易所认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。

### **三、本期债券募集资金用途**

本期债券拟募集资金总额为3亿元，资金投向明细如下：

**表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产 8.6 万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目（二期）	83,810.00	30,000.00	35.80%
<b>合计</b>	<b>83,810.00</b>	<b>30,000.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

丽岛新能源（安徽）有限公司年产8.6万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目（二期）（以下简称“募投项目”）由2022年7月成立的子公司丽岛新能源负责实施，项目拟通过在安徽省蚌埠市五河县城南开发区建设厂房，并引进先进技术及设备，建设新能源电池集流体材料产线。根据中色科技股份有限公司2022年8月编制的《丽岛新能源（安徽）有限公司年产8.6万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），年产8.6万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目（以下简称“电池铝材项目”）分两期建设，建设总工期18个月，项目预计总投资 120,151.00万元，其中二期（即本期债券募投项目）项目总投资83,810.00万元。截至2023年6月末公司电池铝材项目一期、二期分别已投资2.16亿元、3.93亿元，主要的生产车间土建建设完成进度已过半，待设备安装调试后即可封顶，配套设施尚处于建设中，设备处于陆续进场、安装调试的过程中。

根据可研报告，募投项目达产后公司将新增年产能电池箔（光箔）40,201吨和铝带材40,000吨，项目财务内部收益率为16.30%（税后），投资回收期为7.5年（税后，含建设期），项目具有一定经济效益。中证鹏元注意到，公司在电池铝箔相关生产技术、试产或量产经验以及客户储备方面的积累较少，电池铝材项目建成后公司将新增较大规模的电池铝箔产能，且公司固定资产规模亦将有所增长，若未来产品良率及市场竞争力不及预期，产能将无法顺利消化，项目收益可能不及预期，且项目资产折旧将对公司利润水平形成一定侵蚀。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，



不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

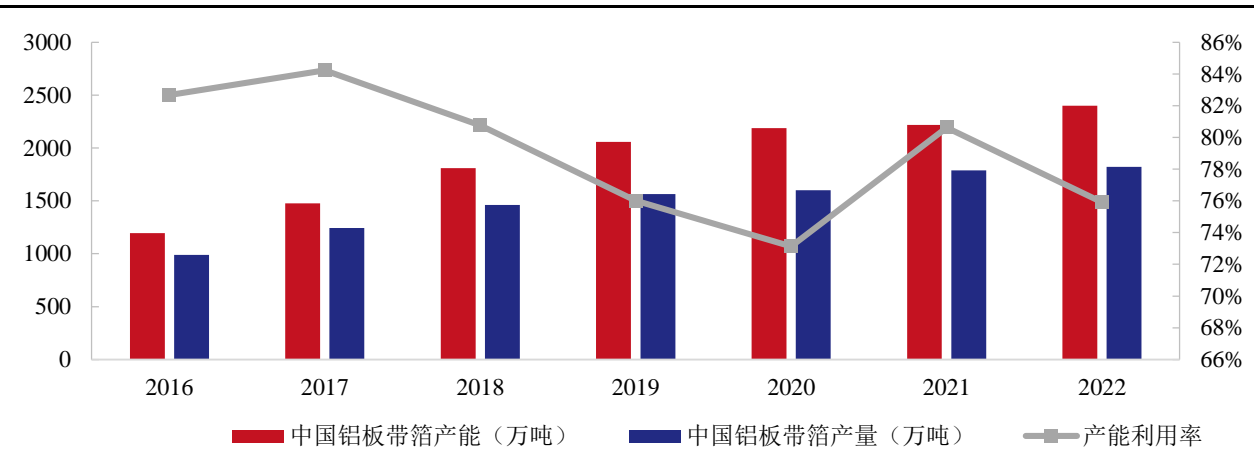
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

### （一）彩涂铝材行业

彩涂铝材应用领域广泛，市场规模较大，但行业集中度较低，竞争较为激烈，近年下游公共建筑、食品包装领域需求增长缓慢，且铝价波动幅度较大，给彩涂铝材等铝加工企业带来了较大的成本管控压力

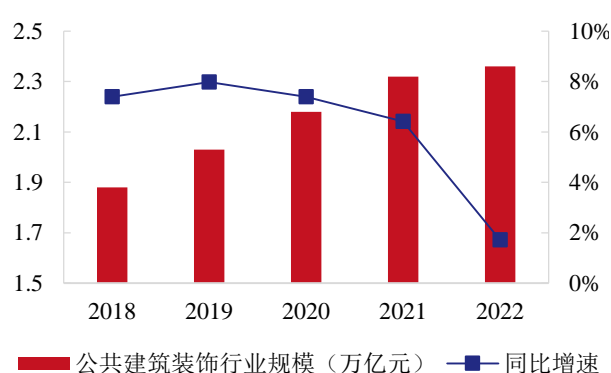
彩涂铝材市场规模较大，行业集中度较低，市场竞争较激烈。铝加工产品按加工成型方法和用途的不同，可分为铝板带箔和铝型材两大类。近年随着交通运输、建筑、电子等下游领域蓬勃发展，我国铝板带箔产能规模持续增长，2021年国内产能达2,400万吨，占铝材总产量的40%左右。彩涂铝材是铝板带材中的新型产品，其使用的金属涂层工艺最初由美国开发，国内于20世纪90年代初开始引进彩钢/铝生产线；2002年以来大量民营资本进入彩涂铝材领域，目前国内已形成长三角、珠三角、环渤海地区3个产业集群，彩色涂层铝材生产商和相应的专业材料配套企业也多集中在上述区域。在市场需求拉动下，近年来国内彩色涂层铝材产能逐步扩张，且因彩涂铝行业固定资产投资较轻、产品技术含量相对较低，行业内存在大量中小型彩涂铝厂商，行业集中度低且竞争较为激烈。但目前下游不断强化对产品质量、技术的需求，行业逐步进入结构性调整阶段，竞争重点开始向企业的产品、技术和品牌等方面转变。

**图 1 近年中国铝板带箔产能维持增长，但产能利用率有所波动**


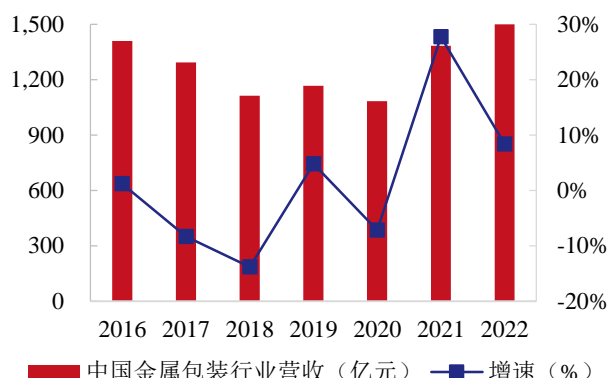
资料来源：Mtsteel，中证鹏元整理

彩涂铝材应用领域广泛，其中公共建筑领域彩涂铝存量需求规模较大，近年需求增速缓慢，未来随着基建政策支持，需求预计仍可维持增长。目前国内彩色涂层铝材市场以建筑行业、食品饮料等行业为主，此外在集装箱、冷藏箱、罐车内壁等交通运输领域的渗透率亦在不断提升。因彩涂铝材具有质轻易于拆卸维护、可塑性强、耐候性强等比较优势，在建筑领域被广泛应用于机场、火车站、文化体育场馆、酒店及商业楼宇等大型公共或商业建筑的屋面系统、天花吊顶系统、幕墙系统等。近年在稳增长政策驱动下，国内大力推动基础设施建设投资，高铁站、文化体育场馆等大型公共建筑对彩涂铝等铝材的需求保持增长。但根据研智咨询的报告，2018-2022年中国公共装修装饰行业呈缓慢增长趋势，2022年中国公共装修装饰行业市场规模为2.36万亿元，较2021年增加了0.04万亿元，同比增长1.72%，占装修装饰行业市场规模的51.30%。未来随着政府继续加大交通（地铁、高速铁路等）、教育医疗等基础设施的投入，彩涂铝材需求预计仍可维持一定增长。

受下游需求偏弱影响，近年金属包装行业需求有所下滑，但2021年以来恢复增长，未来仍存在增长空间，预计能对食品用彩涂铝材需求形成一定支撑，但仍需注意经济增长不确定性对金属包装需求的制约。彩涂铝材在食品包装领域主要应用于两片罐、三片罐等金属包装产品，且以两片罐为主。近年啤酒、碳酸饮料等重要下游需求疲软，且2017年后环保要求趋严、金属包装行业产能建设成本高叠，金属包装行业规模及产能均出现一定程度下滑。受铝材、马口铁等原料价格上涨、金属包装行业频繁提价，啤酒等产品销量回暖、以及部分海外订单转移至国内等因素影响，2021年金属包装行业营业收入同比增长约28%；而受经济增长放缓影响，2022年行业收入增速有所下降。根据 Euromonitor 数据，目前我国啤酒等食品饮料罐化率远低于欧美等国家平均水平，未来在环保大趋势、啤酒等终端行业竞争格局不断优化驱动下，国内食品饮料罐化率仍有提升空间，由此将会一定程度提升下游行业对彩涂铝材的需求。但考虑到当前全球经济增长不确定性加大，与金属包装密切相关的食品、饮料、医药等行业的消费需求增速可能有所放缓，由此将对金属包装行业需求形成制约。

**图 2 近年中国公共建筑装饰市场增速放缓**


资料来源：研智咨询，中证鹏元整理

**图 3 2021 年以来中国金属包装行业营收恢复增长**


资料来源：中国包装联合会，中证鹏元整理

近年铝价波动幅度较大，给铝加工企业带来较大的成本管控压力。铝加工行业上游为电解铝、再生铝行业，中游为铝板带箔、铝型材等铝加工行业，下游则为建筑、交通、汽车等用铝行业。电解铝为高耗能产业，2017年以来的供给侧改革将化解电解铝行业产能作为重要任务之一，在供给侧改革限产能、环保趋严及电力供应紧张等驱动推动下，中国宏桥、云铝股份、神火股份等国内主要电解铝厂在产产能均受到一定程度的影响，行业供给偏紧。需求方面，2020年二季度起国内建筑行业进入竣工上行周期，对铝需求明显增长；此外2021年开始全球经济持续复苏，亦明显有助于国外铝需求的修复；叠加新能源汽车、光伏装机等新兴领域的快速增长，进一步提升了铝需求。2020-2021年在上游供给偏紧、下游需求明显修复的背景驱动下，铝价出现了明显的波动上涨，其中2021年末受发改委调控煤价、俄铝取消出口关税等因素影响，铝价出现较大幅度波动。2022年以来全球（特别是中国）需求低迷，导致铝市场供应过剩，铝价格持续下跌。目前彩涂铝材等铝加工企业普遍采用“铝基准价+加工费”的定价模式，盈利主要来源于收取加工费。加工费主要由产品工艺、产品规格、技术质量要求等决定，铝锭价格波动对加工费影响较小。在铝价剧烈波动期，若铝加工企业无法在接到销售订单后的较短时间内采购原料，或库存原料较大、存货周转效率较慢，铝加工厂（尤其是产品附加值不高、加工费较低的铝加工厂）将面临较大的铝锭价格波动风险。

**图 4 2020 年以来铝锭价格波动幅度较大**


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

## (二) 电池铝箔行业

**电池铝箔技术、人才壁垒高，近年受新能源汽车持续高景气驱动，市场规模快速增长，并吸引较多行业新进入者，未来行业竞争预计较为激烈**

受新能源汽车需求拉动，电池铝箔市场规模快速增长。电池铝箔主要用作锂电池正极集流体，可降低电池内阻、提高电池充放电效率和使用寿命，对电池性能有重要影响，通常每GWh三元电池、磷酸铁锂电池、钠电池至少需要使用电池铝箔300吨、400吨及700吨。近年来新能源汽车、储能赛道景气持续高涨，韩国SNE Research统计，2022年全球电动汽车动力电池装机量约为517.9GWh，同比增长71.8%，在政策推动下2025年国内新型储能装机规模预计将达30GW以上。在下游需求，尤其是新能源汽车行业景气度持续高涨助推下，锂电池铝箔市场需求迎来爆发性增长，根据有色金属加工工业协会数据显示，我国电池铝箔产量在2021-2022年均实现100%的同比增长。根据高工锂电等机构预测，全球电池箔需求量有望在2025年达到74万吨，年复合增速37%，对应市场空间为296亿元。

电池铝箔技术、人才壁垒高，但仍吸引较多新进入者，未来行业竞争预计较为激烈。电池铝箔对版型和精度要求较传统铝箔大幅提升，其涉及的合金熔铸、中间退火、箔轧等多道工序均有技术难点和know-how积累，且会明显影响良品率。根据招商证券的研究报告，目前电池铝箔行业头部企业的良率可达70%以上，但新进入者电池箔的良品率通常低于50%-60%。此外，受轧机等国产及进口生产设备均供货紧缺、下游客户认证难度较大、人才紧缺及培养周期长等影响，行业内现有电池铝箔扩产项目建设周期长、投产和产能爬坡慢的特点尤为突出。目前电池铝箔已投产且规模较大的企业包括鼎胜新材、华北铝业、厦门厦顺、南山铝业、万顺新材等，此外东阳光、天山铝业、龙鼎铝业、丽岛新材、明泰铝业等上市公司亦已宣布投建电池铝箔项目。根据鑫椏资讯的报告，截至2022年9月末，新玩家及现有电池箔厂商总规划扩建产能已达到135万吨（可满足约4.3TWH锂电生产需求），到2025年的总产能规划保守估计已达到81.9万吨，而同期国内电池箔需求量为50万吨，在电池铝箔行业吸引大量新进入者的背景下，

未来行业竞争可能越趋激烈，且电池铝箔生产技术、人才、客户认证壁垒高，若良品率水平、市场开拓不及预期，相关投资存在较大的亏损风险。

图 5 中国电池铝箔产量快速增长

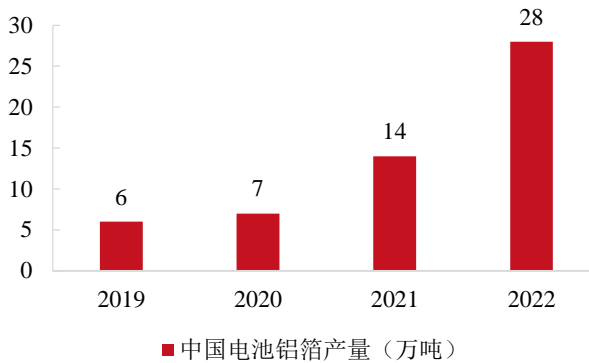
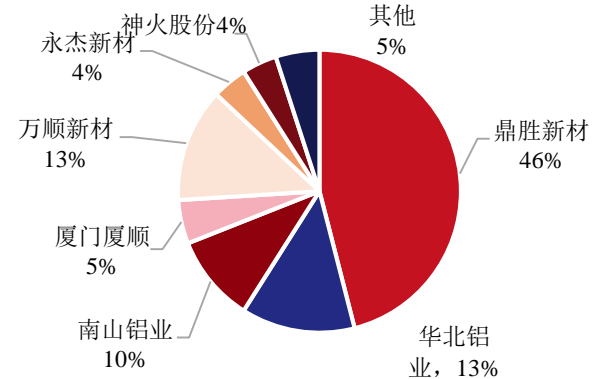


图 6 国内电池铝箔市场竞争格局



资料来源：中国有色金属行业协会，中证鹏元整理

资料来源：EVtank，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司在彩涂铝材行业深耕多年，具备一定的生产经验积累及产能优势，且公司客户集中度较低，有助于业务稳定，但产品应用领域集中于公共建筑及食品包装，近年受下游需求减弱、铝价波动等影响，主营业务收入及盈利能力均有所波动；此外公司在建较大规模的电池铝箔产能，未来该项目能否实现预期收益存在不确定性，且给公司带来了一定的资金压力

公司主营业务收入主要来自公共建筑、食品包装两大领域，近年受铝价及下游需求波动影响，主营业务收入存在一定波动；此外公司策略性开展扁锭、大板锭等产品并形成其他业务收入，一定程度丰富了公司的收入来源，但该业务持续性较弱。毛利率方面，公司产品具有小批量、多品种、定制化特点，不同产品的加工费、毛利率差异较大，此外2022年以来受下游需求减弱影响，公司适度下调加工费以抢占市场，主营业务毛利率有所下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1-6月			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	6.38	84.91	11.47	15.27	95.29	12.53
建筑工业彩涂铝	3.45	45.95	11.81	7.11	44.38	14.28
精整切割铝材	0.94	12.53	5.63	2.33	14.54	5.86
食品包装铝材	1.79	23.87	12.81	5.24	32.69	10.83
来料加工	0.19	2.55	21.37	0.59	3.69	32.83
其他业务收入	1.13	15.09	0.62	0.76	4.71	2.75
合计	7.51	100.00	9.83	16.03	100.00	12.07

项目	2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	15.91	91.19	14.91	11.29	82.59	14.74
建筑工业彩涂铝	8.83	50.63	16.38	6.61	48.37	15.75
精整切割铝材	3.37	19.33	9.94	2.39	17.46	12.65
食品包装铝材	3.33	19.11	13.95	2.06	15.05	13.04
来料加工	0.37	2.12	33.88	0.23	1.70	22.26
其他业务收入	1.54	8.81	4.63	2.38	17.41	10.98
合计	17.45	100.00	14.01	13.66	100.00	14.09

资料来源：公司提供

公司在彩涂铝材行业具有一定的生产经验积累并建成了较大规模产能，近年受下游需求较弱影响，产能利用率表现较弱；为拓展业务增长空间，公司在建较大规模电池铝箔产能，考虑到该领域市场竞争较激烈，且公司缺乏相应的客户、技术及人才积累，电池铝箔项目收益存在不确定性

公司熟练掌握彩涂铝材相关生产技术，可较好满足客户差异化需求。公司所处彩色涂层铝材领域需求具有“定制化”特征，为适应客户对产品宽度、厚薄、色差等方面的差异化需求，公司持续对烘烤设备系统等生产设备进行适应性改造，并通过开发多涂层工艺、多道辊涂工艺等生产技术，提升彩铝辊涂产线自动化水平。此外，公司与涂料厂商在涂料配方成分改良等方面长期合作，目前已掌握上千种具备优良颜色重现性以及更好耐候性、抗污染性、抗腐蚀性等性能的涂料配方。前述生产技术为公司提升生产效率、控制产品质量奠定了基础。

目前公司已在常州、肇庆建成较大规模的彩涂铝产能，其中常州部分产能即将拆除，若新产线投产进度不及预期，将对公司生产造成一定影响。公司订单具有小批量、多品种等特点，因此主要采用以销定产的生产模式。公司下游客户对产品交付效率要求较高，在原料充足情况下生产周期为3-5天左右，为提升快速反应能力，公司分别在江苏常州、广东肇庆两个客户集聚区域建设了生产基地，其中广东肇庆主要生产食品包装铝材。目前公司在常州共有新旧两个厂区，常州老厂将于2023年末或2024年初全面拆迁<sup>1</sup>，常州新厂为IPO募投项目，在常州老厂拆迁、新厂产线全部投产后，常州新厂4条产线的彩涂铝产能将替代老厂区6条彩涂铝产线产能，届时公司彩涂铝总产能预计与目前相比将有所增长。中证鹏元注意到，目前公司常州新厂产线尚未完全投产，若常州新厂产线无法在老厂拆除前全面投产，公司彩涂铝订单生产将受到一定不利影响。

表4 截至2023年6月末公司彩涂铝生产基地情况（单位：条，万吨/年）

经营主体	生产基地	主营产品	彩涂产线数	设计产能	已投产产能
公司本部	常州老厂	建筑工业彩涂铝、	6	4.00	4.00
	常州新厂	精整切割、食品包装铝材	4	6.00	1.00

<sup>1</sup> 根据公司与常州市钟楼区住建局签署的《房屋征收补偿协议书》，常州市钟楼区住建局拟征收拆迁公司坐落于龙城大道1959号的房屋及地上附属物，公司将获得厂房征收补偿款为3.97亿元。2023年3月公司已收到拆迁款1.19亿元。

肇庆丽岛      广东肇庆      食品包装铝材      1      2.40      2.40

资料来源：公司提供

近年公司彩涂铝产能利用率波动较大，当前公共建筑及食品领域需求较弱，产能利用率表现预计持续低迷。近年公司彩涂铝材产能整体维持稳定，2022年上半年IPO募投项目（常州新厂）部分试产，建筑业彩涂铝新增产能1万吨/年。公司建筑业彩涂铝产能利用率波动较大，其中2022年以来受外部环境影响，订单需求减少，导致产能利用率显著下降。近年下游食品包装行业需求持续疲软影响，食品包装铝材产能利用率整体较低，2021-2022年有所提升主要系受外部环境因素影响，部分海外订单转移到国内所致，2023年以来随着全球产业链逐步恢复，食品包装铝材订单下滑，产能利用率降至较低水平。中证鹏元注意到，公司彩涂铝材下游食品、公共建筑两个行业需求受整体经济环境影响较大，2023年以来受宏观经济不确定性加大影响，需求明显偏弱，未来需关注宏观经济增长不确定性对彩涂铝产能利用率带来的负面影响。

**表5 公司主要产品生产及产能利用情况（单位：吨）**

年度	项目	建筑业彩涂铝	食品包装铝材	精整切割铝材	来料加工
2023年1-6月	产能	25,000.00	12,000.00	-	-
	产量	12,838.56	6,536.71	4,704.56	8,227.45
	产能利用率	51.35%	54.47%	-	-
2022年	产能	50,000.00	24,000.00	-	-
	产量	26,108.99	18,867.49	10,313.93	20,638.72
	产能利用率	52.22%	78.61%	-	-
2021年	产能	40,000.00	24,000.00	-	-
	产量	36,634.04	14,126.98	13,952.68	12,172.22
	产能利用率	91.59%	58.86%	-	-
2020年	产能	40,000.00	24,000.00	-	-
	产量	33,748.33	10,247.18	13,748.04	8,245.52
	产能利用率	84.37%	42.70%	-	-

注：上表仅统计彩涂产线产能，未统计切割等后道工序产能。因精整切割铝材及来料加工不使用彩涂工序，因此未计算其产能情况。

资料来源：公司提供

截至2023年6月末，公司在建项目主要为IPO募投项目及本期债券募投项目，主要在建项目总投资14.89亿元，已投资8.86亿元，未来仍需投入较多建设资金，存在一定的资金压力。期末“新建铝材精加工产业基地项目”已投产产能1万吨/年，在建产能约5万吨/年，该项目于2017年10月开工，预计建设周期为36个月，但受实施地点、实施方式变更等原因，预计全面投产时间有所延迟。考虑到当前建筑彩铝领域需求较为低迷，现有彩涂铝材产能利用率偏低且波动较大，IPO募投项目新释放产能将加大公司产能消化压力。此外电池铝材项目投资规模较大，且电池铝箔行业竞争较激烈，若公司无法持续加强电池铝箔领域的技术与人才积累、提升产品生产良率并取得市场认可，该项目投产后的收益可能不及预期。

**表6 截至 2023 年 6 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计新增产能	总投资	已投资	项目地址
新建铝材精加工产业基地项目**	6 万吨彩涂铝	2.88	2.77	江苏常州
电池铝材项目（一期）	涂炭铝箔 4 万吨，复合带材 6 千吨	3.63	2.16	安徽五河
电池铝材项目（二期）*	电池箔（光箔）4.02 万吨，铝带材 4 万吨	8.38	3.93	
<b>合计</b>	-	<b>14.89</b>	<b>8.86</b>	-

注：\*项目为本期债券募投项目，\*\*为 IPO 募投项目。

资料来源：公司提供

公司产品应用领域集中于公共建筑和食品包装行业，其中公共建筑受经济增长趋缓影响、食品包装受海外订单下滑影响，需求有所弱化，公司主营业务收入及盈利均有所波动；公司客户较分散，有助于业绩稳定，但部分客户回款周期较长，应收账款对营运资金占用明显且存在一定的坏账风险

公司产品应用领域相对有限，近年受下游需求波动影响，销售业绩有所波动。公司主要采用直接销售模式，通过承接已有客户及其推荐的新客户需求、公开招投标或参加行业性展会等方式获取订单。公司产品主要应用于公共建筑、食品包装两大领域，2020年以来受宏观经济波动影响，公司产品销量波动较大。公司销售产品主要采用“铝锭价+加工费”模式定价，铝锭价格随市价波动，加工费取决于产品附加值的高低。2020-2022年公司彩涂铝产品加工费整体维持稳定，产品售价主要受铝锭价格波动影响。2022年以来公共建筑领域需求较弱，公司为抢占市场主动降低产品加工费以抢占订单，受此影响建筑工业彩涂铝产品毛利率有所下降。2021-2022年公司食品包装铝材业务主要受海外订单向国内转移驱动，2023年以来随着海外产业链供给恢复正常，来自上海敦旷实业有限公司等食品包装铝材主要客户的订单规模快速下降，2023年1-6月食品包装铝材销量下滑明显。

**表7 近年公司产品销售情况**

项目		2023 年 1-6 月	2022 年	2021 年	2020 年
建筑工业彩涂铝	销量（吨）	13,228.55	26,158.03	36,310.28	33,426.13
	销售均价（元/吨）	26,089.58	27,190.21	24,326.27	19,775.82
食品包装铝材	销量（吨）	7,115.44	18,572.17	13,924.29	10,490.75
	销售均价（元/吨）	25,195.64	28,210.50	23,943.56	19,603.57
精整切割铝材	销量（吨）	4,688.79	10,278.55	14,228.19	13,456.58
	销售均价（元/吨）	20,073.66	22,670.66	23,702.23	17,731.19
来料加工	销量（吨）	8,047.14	19,873.36	11,969.42	8,188.64

资料来源：公司提供

近年公司前五大客户与供应商存在一定重叠，主要系公司依托自身在铝材加工领域的渠道及资金优势，策略性开展铝合金扁锭、大板锭等产品贸易业务并形成其他业务收入，该业务丰富了公司的收入来源但持续性较弱。2020-2021年受外部环境影响，铝合金扁锭产品的市场供应较为紧张，公司凭借多年



来在铝材市场积累的渠道和资源优势增加了铝合金扁锭贸易业务的规模，主要客户包括铝板带材供应商浙江永杰铝业有限公司、中铝瑞闽股份有限公司等，2021年下半年随着铝合金扁锭市场供需回归平衡，公司铝合金扁锭产品的贸易业务逐渐减少。此外，公司在青海等低电价区域掌握了一定具有生产成本优势的大板锭供应渠道，2023年以来公司依托该渠道优势向铝板带材供应商商丘市京陇铝业有限公司销售大板锭产品，2023年上半年其他业务收入规模占比显著提升。

近年公司客户较分散，对单一客户依赖低，有助于业务的稳定性。近年公司前十大客户名单及销售金额均存在较大波动，主要系公司与部分新客户开展了较大规模的扁锭贸易业务，以及建筑工业彩涂铝多数应用于公共建筑领域，客户根据其承建的项目需求向公司采购，由于单个公共建筑项目建设周期较长，客户不同年份订单规模波动较大。

**表8 公司向前五大客户销售情况（单位：万元）**

年度	客户名称	金额	销售占比	销售内容
2023年1-6月	洛阳万基铝加工有限公司	6,266.41	8.34%	大板锭
	商丘市京陇铝业有限公司	4,195.76	5.59%	大板锭
	常州长青科技股份有限公司	3,395.30	4.52%	建筑工业彩涂铝
	福建和进食品制罐工业有限公司	3,352.21	4.46%	食品包装铝材
	SANWA Pty Ltd	2,856.50	3.80%	建筑工业彩涂铝
	<b>合计</b>	<b>20,066.17</b>	<b>26.72%</b>	-
2022年	上海敦旷实业有限公司	9,181.84	5.73%	食品包装铝材
	福建和进食品制罐工业有限公司	7,578.16	4.73%	食品包装铝材
	SANWA Pty Ltd	7,220.52	4.50%	建筑工业彩涂铝
	常州长青科技股份有限公司	5,862.43	3.66%	建筑工业彩涂铝
	安徽标兵实业有限公司	5,639.86	3.52%	建筑工业彩涂铝
	<b>合计</b>	<b>35,482.81</b>	<b>22.14%</b>	-
2021年	SANWA Pty Ltd	8,920.87	5.11%	建筑工业彩涂铝
	福建和进食品制罐工业有限公司	5,353.38	3.07%	食品包装铝材
	中国建筑第八工程局有限公司	4,632.53	2.66%	建筑工业彩涂铝
	青海广泰新型金属材料有限公司	4,422.80	2.54%	扁锭
	四川省川地华创供应链管理有限公司	3,842.78	2.20%	扁锭
	<b>合计</b>	<b>27,172.36</b>	<b>15.58%</b>	-
2020年	浙江永杰铝业有限公司	8,782.17	6.43%	扁锭
	中铝瑞闽股份有限公司	8,178.40	5.99%	扁锭
	福建和进食品制罐工业有限公司	4,631.26	3.39%	食品包装
	洛阳万基铝加工有限公司	4,275.78	3.13%	热轧卷
	广东英联包装股份有限公司	3,973.15	2.91%	食品包装铝材
	<b>合计</b>	<b>29,840.76</b>	<b>21.84%</b>	-

注：上表前五大客户明细按合并范围口径统计；公司2020年年度报告披露的前五名客户销售额未包含扁锭、热轧卷客户。资料来源：公司提供

近年公司外销收入占比有所增长，存在一定的外汇风险敞口。公司产品以内销为主，境外销售主要集中在澳大利亚、中东等地区，受SANWA Pty Ltd等外销客户销售规模增长影响，外销收入占比有所增加，2020-2022年外销收入占比分别为9%、14%和13%左右。公司部分外销收入采用美元结算，存在一定的汇率波动的风险，2020-2022年汇兑损失分别为396.77万元、286.05万元、-579.95万元。

公司部分应收账款账龄较长，且公司客户分散、下游客户中较多为中小型建筑装饰企业，需关注应收账款回款风险。公司应收账款信用账期通常在月结/货到/票到30-90天之间，2023年6月末账龄3个月以上的应收账款余额占比21.72%，相对于信用账期而言，该部分应收账款账龄偏长。

**公司供应商集中度较高，采购付款周期显著快于销售收款周期，且原材料以价格波动幅度较大的铝板带材为主，对公司成本控制提出了较高要求**

公司营业成本以直接材料为主，铝原料价格波动对公司盈利水平有一定影响。2020-2022年直接材料占营业成本的比重均在90%以上，主要原料包括不同型号的铝锭、铝板带材、涂料等，其中铝原料成本占公司营业成本比重很高，因此公司采购及销售均按照“合同指定时间上海长江有色金属现货市场铝锭平均价格+加工费”的方式确定交易价格。公司产品具有明显的“定制化”特征，不同订单加工费差异较大、可比性较差。对使用标准铝卷原料、且销量较大的订单，公司生产周期较短、交付速度较快，可一定程度弱化铝价波动对盈利能力的影响，但公司常备较大规模的原料库存，且购销订单对铝锭均价的锚定定价时间存在差异，在铝价激烈波动周期，铝价波动仍对公司盈利水平有一定影响。

公司所处行业的产业链地位偏低，采购议价能力较弱。公司上游原料供应商主要为大型铝轧制企业，公司采购规模占供应商的销售比重较低，采购议价能力整体较弱，因此公司需要通过集中采购、预付货款的形式与主要供应商开展合作，以取得较优的加工费或锁定较低的铝锭价。公司供应商集中度较高，2020-2022年公司向前五名供应商采购金额合计占比分别为54.55%、33.47%和56.17%，受上游供给紧张、原料交付及时性下降影响，2021年采购集中度有所下降。铝板带材供应商通常给予公司不超过货到30天的结算政策，部分供应商需要预付货款或货到付款等，公司向供应商的付款周期明显快于客户向公司的付款周期，上游对公司营运资金占用较为明显。此外，为保证主要原料及时交付，公司采用预付货款或款到发货等形式采购，由此形成了一定规模的预付账款，对营运资金形成一定占用。

**表9 近年公司向前五大供应商采购情况（单位：万元）**

年度	客户名称	金额	采购占比
2023年1-6月	天津忠旺铝业有限公司	15,855.89	22.34%
	商丘市京陇铝业有限公司	6,351.94	8.95%
	邹平宏发铝业科技有限公司	6,194.54	8.73%
	焦作锦隆彩铝有限公司	5,634.09	7.94%
	洛阳万基铝加工有限公司	4,573.06	6.44%
	<b>合计</b>	<b>38,609.53</b>	<b>54.40%</b>

2022 年度	厦门象屿铝晟有限公司	27,578.21	20.51%
	商丘市京陇铝业有限公司	16,009.23	11.90%
	天津忠旺铝业有限公司	15,444.11	11.48%
	浙江佑丰新材料股份有限公司	8,552.36	6.36%
	河南中孚高精铝材有限公司	7,956.08	5.92%
	<b>合计</b>	<b>75,539.99</b>	<b>56.17%</b>
2021 年度	天津忠旺铝业有限公司	18,095.74	10.42%
	青海庆丰铝业有限公司	10,592.30	6.10%
	商丘市京陇铝业有限公司	10,351.41	5.96%
	河南中孚高精铝材有限公司	10,238.92	5.90%
	常州常发制冷科技有限公司	8,840.37	5.09%
	<b>合计</b>	<b>58,118.73</b>	<b>33.47%</b>
2020 年度	浙江永杰铝业有限公司	18,649.62	16.06%
	青海庆丰铝业有限公司	15,622.15	13.46%
	浙江佑丰新材料股份有限公司	8,714.21	7.51%
	天津忠旺铝业有限公司	14,448.94	12.45%
	常州常发制冷科技有限公司	5,900.20	5.08%
	<b>合计</b>	<b>63,335.12</b>	<b>54.55%</b>

资料来源：公司提供

近年公司营运效率整体表现较弱，下游客户对公司营运资金占用明显。近年公司采购付款周期显著快于销售收款周期，2022年以来受下游需求减弱影响，存货周转效率下降，而受客户下游工程款回款放缓影响，应收账款回款周期延长。综合影响下，公司净营业周期由2020年3个月左右延长至2022年约4个月，营运效率表现有所弱化，且与同行业可比公司相比，净营业周期偏长。

**表10 公司营运效率指标（单位：天）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
应收账款周转天数	44.67	40.51	45.37
存货周转天数	93.66	73.29	68.87
应付账款周转天数	19.65	15.93	15.20
净营业周期	118.68	97.87	99.05

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-6 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。除 2022 年 7 月新设成立子公司丽岛新能源外，2020 年至 2023 年 6 月末公司合并报表范围未发生变化，截至 2023 年 6 月末公

司纳入合并范围的子公司共2家，具体见附录四所示。

## 资本实力与资产质量

近年公司资产规模随着本期债券募投项目建设投入而有所增长，其中固定资产、在建工程等长期资产占比较大，资产专用性高，存货及应收账款对营运资金占用明显，且存在一定的减值风险

近年随着经营规模扩张，公司负债总额有所增长，而受益于经营积累，所有者权益亦有所增加，综合影响下，2023年6月末公司产权比率约为35%，权益对债务的保障程度较好。期末公司所有者权益主要由未分配利润及IPO形成的股本溢价构成。

图 6 公司资本结构

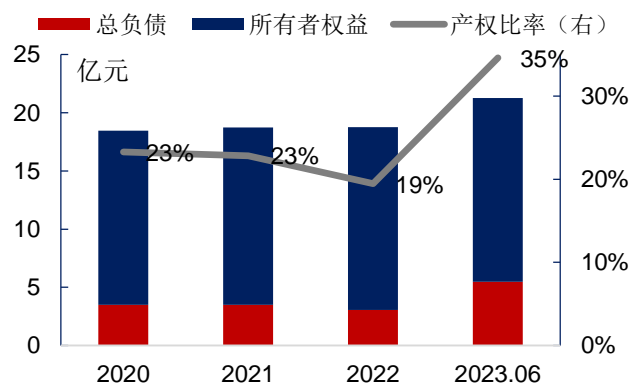
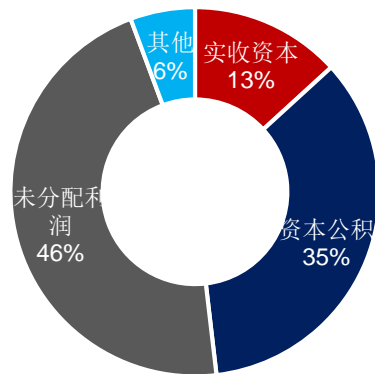


图 7 2023 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2020-2022年公司资产规模整体维持稳定，2023年以来随着本期债券募投项目投资建设推进，资产规模有所增长。公司资产以固定资产、在建工程及存货为主，截至2023年6月末，固定资产主要为常州新旧两个工厂的厂房及生产设备，在建工程主要为IPO及本期债券募投项目投入，其他非流动资产为IPO及本期债券募投项目预付的设备工程等长期资产购置款项。2022年以来随着电池铝材项目建设快速推进，在建工程余额增长较快。

公司存货占资产比例较大，若产品或原材料价格随着铝锭价格大幅下降，公司将面临存货大额跌价的风险。2023年6月末存货以铝板带材等原材料、库存商品为主，公司根据铝价波动情况对原材料进行策略性采购存储，按2022年公司产品销量测算原材料备货量在2-3个月之间，2022年以来受下游需求减弱影响，存货周转天数有所上升。

公司应收账款规模较大，对营运资金占用明显，且存在一定的坏账风险。截至2023年6月末，公司应收账款账龄以3个月以内为主，其中应收中国建筑第八工程局有限公司（以下简称“中建八局”）3,484.76万元货款账龄已达2-3年，主要系中建八局下游工程款回款缓慢所致。中证鹏元注意到，中建八局目前存在多项被执行人信息及未决诉讼纠纷，该笔应收账款存在坏账风险。2021年以来受外部环境影

响，公司部分客户经营出现异常、应收账款回款周期有所延长、坏账风险有所增加，期末有910.28万元应收账款因预计无法收回或回收可能性小而按单项计提坏账损失，2021-2022年分别产生应收账款坏账损失972.98万元、1,398.42万元，对利润形成侵蚀。

其他资产方面，2023年6月末交易性金融资产主要为理财、结构性存款，预付货款主要为向供应商预付的材料采购款，2022年以来随着铝卷带材供应紧张的局势逐步缓解，公司为向供应商预定产能而预付货款的规模显著下降。受限资产方面，2023年6月末公司有271.38万元货币资金因用作保证金而使用受限，常州老厂0.45亿元固定资产及无形资产因拆迁征收而使用受限。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年6月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.13	10.01%	2.54	13.55%	4.31	23.02%	5.10	27.63%
交易性金融资产	0.86	4.03%	1.00	5.33%	0.70	3.74%	0.71	3.86%
应收账款	2.08	9.78%	1.80	9.59%	2.18	11.62%	1.75	9.48%
预付款项	0.42	1.96%	0.71	3.80%	2.04	10.88%	2.24	12.11%
存货	3.98	18.69%	3.70	19.71%	3.63	19.39%	2.48	13.41%
<b>流动资产合计</b>	<b>11.18</b>	<b>52.55%</b>	<b>11.69</b>	<b>62.30%</b>	<b>15.21</b>	<b>81.19%</b>	<b>14.94</b>	<b>80.94%</b>
固定资产	2.22	10.43%	2.34	12.47%	2.33	12.45%	2.28	12.34%
在建工程	4.43	20.82%	1.96	10.44%	0.33	1.77%	0.38	2.08%
其他非流动资产	2.42	11.38%	1.84	9.78%	0.05	0.28%	0.05	0.25%
<b>非流动资产合计</b>	<b>10.09</b>	<b>47.45%</b>	<b>7.08</b>	<b>37.70%</b>	<b>3.52</b>	<b>18.81%</b>	<b>3.52</b>	<b>19.06%</b>
<b>资产总计</b>	<b>21.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.46</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，中证鹏元整理

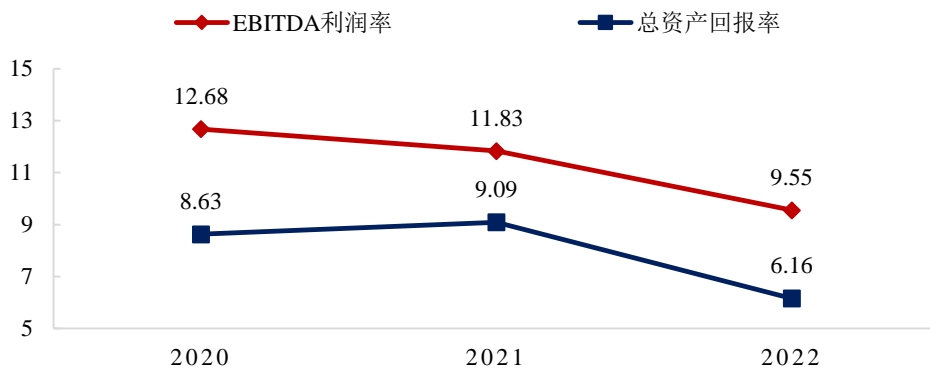
## 盈利能力

近年公司主营业务收入有所波动，盈利能力有所弱化，受下游需求低迷、铝锭价格波动等影响，未来业绩能否企稳回升尚存在较大不确定性

受下游需求变化影响，近年公司营业收入有所波动，盈利能力有所弱化。2020年以来受外部环境影 响，公司公共建筑与食品包装领域彩涂铝订单波动较大，其中建筑工业彩涂铝、食品包装铝材产品需求 分别从2022年、2023年开始陆续减弱，叠加铝价波动影响，公司营业收入出现一定波动。2022年以来铝 价整体处于下跌周期，受存货库存周期以及公司下调加工费以促进销量影响，销售毛利率有所下降，盈 利能力弱化。近年公司期间费用率较低且呈逐年小幅下降趋势，中证鹏元注意到，2021年以来公司应收 账款余额较大，且个别供应商受外部环境影响导致资金困难，2021-2022年公司分别产生应收账款坏账 损失972.98万元、1,398.42万元，对利润形成了一定侵蚀。综合影响下，近年公司EBITDA利润率及总资 产回报率有所下降。

受下游需求低迷、铝锭价格波动等影响，未来公司业绩表现仍存在较大不确定性。2023年上半年公共建筑、食品包装领域需求较弱，公司通过下调加工费获取订单，对利润水平形成了较大拖累，当期公司主营业务收入同比下降11.18%、净利润同比下降39.25%。考虑到当前下游建筑行业需求仍表现低迷、铝锭价格仍存在较大波动风险，公司主营业务营收及盈利表现能否企稳回升尚存在较大不确定性。

**图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司刚性债务规模较小，但近年现金生成能力有所波动，未来随着营运资金与资本开支需求加大，存在一定的资金压力，且杠杆水平将有所抬升

公司刚性债务小，但随着本期债券的成功发行，公司总债务规模将大幅增长。2020-2022年公司根据融资成本波动情况使用部分短期银行借款，截至2023年6月末银行借款已全部结清，期末总债务主要为日常生产经营形成的应付票据。

其他负债方面，2022年末应付账款主要为应付材料采购，其他应付款主要为收到的常州老厂部分厂房征收补偿款1.19亿元。

**表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年6月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.35	11.41%	0.10	2.87%	0.20	5.74%
应付票据	2.16	39.58%	1.23	40.36%	2.22	63.83%	2.15	61.56%
应付账款	1.18	21.56%	0.88	28.89%	0.65	18.80%	0.67	19.29%
其他应付款	1.20	21.89%	0.01	0.19%	0.00	0.12%	0.00	0.11%
<b>流动负债合计</b>	<b>5.07</b>	<b>92.61%</b>	<b>3.01</b>	<b>98.43%</b>	<b>3.47</b>	<b>99.63%</b>	<b>3.47</b>	<b>99.61%</b>
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>负债合计</b>	<b>5.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.49</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	2.17	39.59%	1.58	51.79%	2.32	66.73%	2.35	67.30%

其中：短期债务	2.17	39.59%	1.58	51.78%	2.32	66.71%	2.35	67.30%
长期债务	0.00	0.00%	0.00	0.01%	0.00	0.02%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金生成能力有所波动，目前在建项目投资规模较大，且随着业务规模扩张，营运资金需求将进一步加大，面临一定的资金压力。2021 年受铝带材原料供应紧缺影响，公司向供应商预付较大规模货款并加大备货力度，经营活动现金流表现为净流出。2022 年以来下游需求较弱，公司为抢占市场而下调加工费，现金生成能力有所弱化。中证鹏元注意到，本期债券募投项目投资规模较大，尚有一定的资金缺口，且业务增长对营运资金需求较大，预计未来公司存在一定的资金压力。

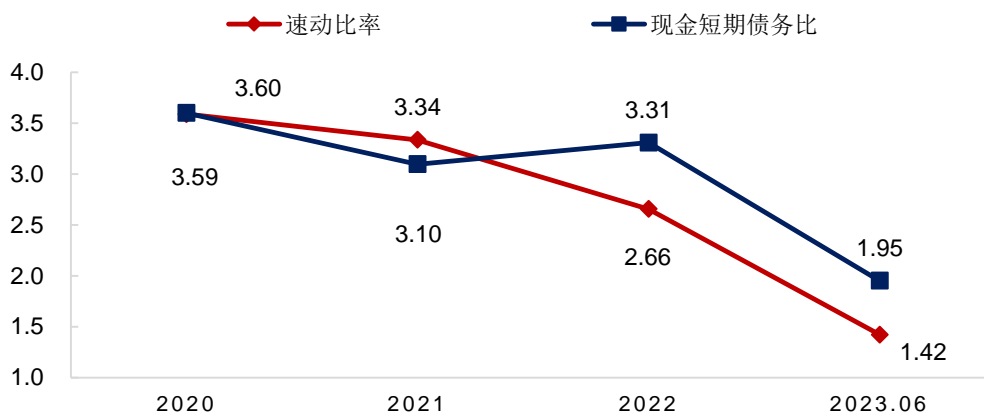
未来随着本期债券成功发行及主要在建项目建设进度推进，公司杠杆水平将有所抬升。公司总债务及利息支出较小，资产负债率维持在较低水平，EBITDA 利息保障倍数表现较好，净债务持续为负。近年公司持续扩建新产能，资本开支需求较大，自由活动现金流/净债务可较好反映杠杆比率波动性，未来随着本期债券成功发行，公司债务规模将大幅增加，净债务或将由负转正，公司杠杆水平将有所抬升。

**表13 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023 年 6 月	2022 年	2021 年	2020 年
经营活动净现金流（亿元）	0.70	1.45	-0.17	1.36
FFO（亿元）	0.37	1.08	1.59	1.32
资产负债率	25.71%	16.29%	18.59%	18.89%
净债务/EBITDA	--	-2.10	-2.14	-3.31
EBITDA 利息保障倍数	--	161.35	538.24	175.58
总债务/总资本	12.05%	9.15%	13.22%	13.55%
FFO/净债务	--	-33.43%	-36.03%	-22.99%
经营活动净现金流/净债务	-37.76%	-44.98%	3.89%	-23.72%
自由现金流/净债务	51.19%	33.50%	12.87%	-16.50%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现尚可。2022 年以来公司持续加大对电池铝箔项目投入，现金类资产规模逐年减少，且受下游需求减弱影响，存货周转效率有所下降，综合影响下速动比率、现金短期债务比表现均有所弱化，但流动性比率整体仍表现较好。公司作为上市公司，融资渠道相对多样，具有一定的融资弹性。

**图 9 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

根据公司 2023 年 9 月 1 日出具的《江苏丽岛新材料股份有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚、亦因废弃物排放而受到政府部门处罚。

#### 社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 治理因素

公司股权集中度较高，近年管理层较稳定。目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据说明，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司实际控制人蔡征国、蔡红夫妇均为公司创始人，蔡征国、蔡红夫妇合计持有公司 63.07% 的股权，股权结构较稳定。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 8 月 24 日），公司本部不存



在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

## 八、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目收益是本期债券本息偿付资金的主要来源。根据可研报告，募投项目财务内部收益率为16.30%（税后），投资回收期为7.5年（税后，含建设期），项目具有一定经济效益。但中证鹏元注意到，若募投项目建成后产后的产品良率或市场竞争力不及预期，产能将无法顺利消化，项目收益可能不及预期，且项目资产折旧将对公司利润水平形成一定侵蚀。

其次，本期募投项目以外的公司日常经营活动产生的现金流可为本期债券本息偿付提供一定保障。公司产品应用领域广泛，客户集中度较低，未来业务发展较有保障。但近年受下游需求减弱、铝锭等主要原材料价格波动等因素影响，公司利润规模及经营活动净现金流存在一定波动，需关注未来公司主营业务的现金生成能力。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

## 九、结论

公司所处彩涂铝材行业应用领域广泛，市场规模较大，但市场竞争较为激烈，近年公共建筑、食品包装领域需求增速缓慢。公司在彩涂铝材领域深耕多年，具有一定的生产经验积累及产能优势，虽然近年受下游需求减弱及铝价波动等因素影响，公司主营业务收入及盈利能力有所波动，但客户集中度较低，且与优质客户保持良好合作关系，有助于业务稳定。目前公司资产负债率较低，流动性指标表现较好，且即将获得的拆迁补偿款预计可增强公司的资金实力，但亦需注意上下游对公司营运资金占用明显，以及本期债券募投项目投资规模较大，给公司带来了一定的资金压力，且未来能否实现预期收益存在不确定性。综合来看，公司抗风险能力一般。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

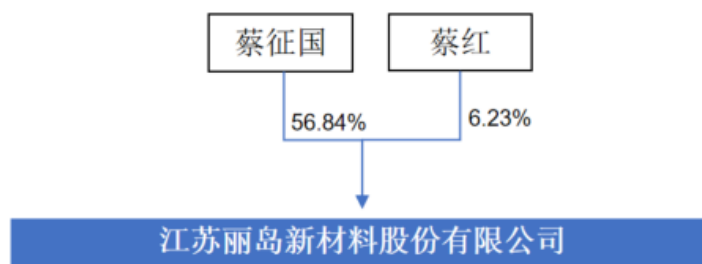
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 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）	2023年6月	2022年	2021年	2020年
货币资金	2.13	2.54	4.31	5.10
应收账款	2.08	1.80	2.18	1.75
存货	3.98	3.70	3.63	2.48
流动资产合计	11.18	11.69	15.21	14.94
固定资产	2.22	2.34	2.33	2.28
在建工程	4.43	1.96	0.33	0.38
其他非流动资产	2.42	1.84	0.05	0.05
非流动资产合计	10.09	7.08	3.52	3.52
资产总计	21.27	18.77	18.74	18.46
短期借款	0.00	0.35	0.10	0.20
其他应付款	1.20	0.01	0.00	0.00
流动负债合计	5.07	3.01	3.47	3.47
负债合计	5.47	3.06	3.48	3.49
总债务	2.17	1.58	2.32	2.35
所有者权益	15.80	15.71	15.25	14.98
营业收入	7.51	16.03	17.45	13.66
营业利润	0.45	1.15	1.70	1.50
净利润	0.36	0.88	1.32	1.15
经营活动产生的现金流量净额	0.70	1.45	-0.17	1.36
投资活动产生的现金流量净额	0.06	-3.14	0.99	0.44
筹资活动产生的现金流量净额	-0.62	-0.22	-1.15	-0.21
财务指标	2023年6月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.56	1.53	2.06	1.73
FFO(亿元)	0.37	1.08	1.59	1.32
净债务(亿元)	-1.85	-3.22	-4.41	-5.74
销售毛利率	9.83%	12.07%	14.01%	14.09%
EBITDA 利润率	--	9.55%	11.83%	12.68%
总资产回报率	--	6.16%	9.09%	8.63%
资产负债率	25.71%	16.29%	18.59%	18.89%
净债务/EBITDA	--	-2.10	-2.14	-3.31
EBITDA 利息保障倍数	--	161.35	538.24	175.58
总债务/总资本	12.05%	9.15%	13.22%	13.55%
FFO/净债务	--	-33.43%	-36.03%	-22.99%
速动比率	1.42	2.66	3.34	3.59
现金短期债务比	1.95	3.31	3.10	3.60

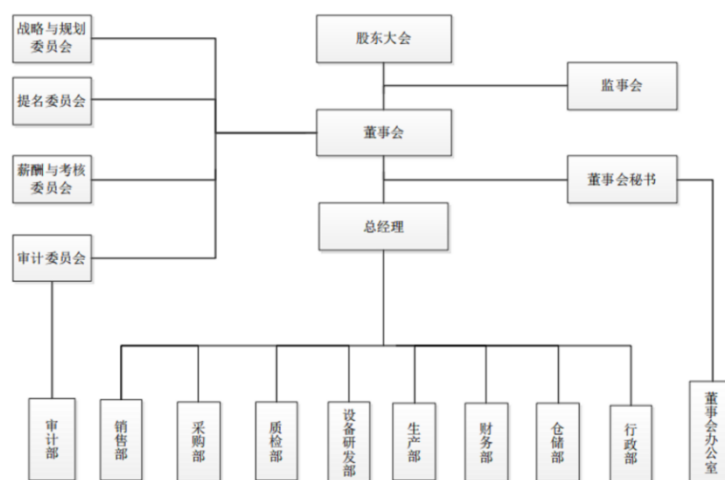
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
肇庆丽岛新材料科技有限公司	0.25	100%	食品包装铝材
丽岛新能源（安徽）有限公司	1.80	100%	电池铝箔

资料来源：公司提供

## 附录五 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+租赁负债+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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。

### 四、展望符号及定义

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