



2022年广东豪美新材股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

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，但不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

2022年广东豪美新材股份有限公司公开发行可转换公司债券2024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
豪美转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：广东豪美新材股份有限公司（以下简称“豪美新材”或“公司”，股票代码：002988.SZ）主要从事建筑、工业和汽车轻量化铝型材加工业务，三大下游应用领域有助于公司平抑下游需求波动，其中汽车轻量化铝型材具有一定的技术实力和储备项目，同时，安全事故风险已基本出清及产品结构调整显成效，2023 年业绩恢复增长；同时中证鹏元也关注到，公司下游终端客户中的地产行业信用风险频发、新能源汽车行业竞争激烈，应收款项回收风险和营运资金压力有所加大，公司面临较大的债务滚存压力及存在一定的安全生产等风险因素，此外还需关注铝价大幅波动时可能对公司现金流及盈利能力带来的扰动。

评级日期

2024 年 5 月 31 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	57.64	59.10	52.75	50.33
归母所有者权益	25.94	25.35	21.90	22.28
总债务	27.11	27.93	26.50	22.76
营业收入	14.11	59.86	54.13	56.00
净利润	0.58	1.81	-1.12	1.38
经营活动现金流净额	-0.66	2.70	-1.18	-3.33
净债务/EBITDA	--	4.28	8.30	4.37
EBITDA 利息保障倍数	--	4.33	1.90	4.85
总债务/总资本	51.82%	53.15%	56.18%	50.54%
FFO/净债务	--	14.95%	3.11%	14.69%
EBITDA 利润率	--	7.72%	4.29%	6.18%
总资产回报率	--	5.25%	-0.33%	4.61%
速动比率	1.27	1.09	1.26	0.99
现金短期债务比	0.41	0.43	0.55	0.41
销售毛利率	12.01%	12.61%	10.21%	12.02%
资产负债率	55.05%	57.15%	58.53%	55.75%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王皓立
 wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司处于铝型材行业第一梯队，主要产品具备较强竞争力。**公司铝型材产量居于行业前列，客户群较为稳定，产品可应用于建筑、工业和汽车三大下游领域，有助于公司平抑行业周期波动风险；其中汽车轻量化铝型材具有一定的技术实力和储备项目，相关产品终端应用涵盖了宝马、奔驰、本田、丰田、广汽埃安、比亚迪、长安等车型，2023年导入70个新定点项目，截至2023年末，公司汽车轻量化领域已累计取得300余个定点项目。
- **安全事故风险基本出清，优化产品结构，公司2023年业绩恢复增长。**2023年，公司安全事故赔偿支付完毕、产能基本恢复，生产经营基本恢复正常，且积极调整产品结构，与国内幕墙行业龙头江河集团（601886.SH）等企业加大合作力度，建筑铝型材中的幕墙料出货量大幅增加，推动建筑材毛利率回升，同时得益于国内新能源汽车产销量大幅增长及前期定点汽车材项目逐步进入量产期，汽车材产销量和单位毛利大幅回升。综合影响下，2023年实现净利润1.81亿元，较2021年增长31.47%，2024年一季度继续同比增长181.76%至0.58亿元。

关注

- **公司营运资金压力进一步加大，应收款项回收风险有所加大。**公司与上游结算多为先款后货或现款现货，与下游结算多为先货后款；账期错配导致公司承担账期压力。2023年末公司应收账款及应收票据账面价值合计21.86亿元，占总资产的36.99%，规模较大，且公司半数以上铝型材产品销往门窗幕墙及汽车零部件材料领域，近年建筑铝型材下游终端客户地产商资金紧张且已逐步传导至上游供应商，大部分新能源车企仍处于亏损状态，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。
- **铝价大幅波动可能对公司现金流及盈利能力形成扰动。**铝锭与铝棒为公司主要原材料，铝作为大宗商品，价格波动风险较大。若铝价持续上涨，则公司营运资金压力将加大，若铝价持续下行，生产备料则成为高价库存，侵蚀单位毛利。
- **总债务继续增加，面临较大的债务滚存压力。**2023年末公司总债务继续增加，虽资产负债率小幅回落，但短期债务规模快速增加、现金短期债务比仍处于较低水平。
- **公司存在一定的安全生产风险。**公司作为铝合金型材的生产制造企业，生产制造过程中主要涉及熔炼、铸造、挤压等高温、高压的生产工艺及危险性相对较高的生产设备，员工操作过程中可能会存在安全生产方面的风险隐患。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为经过多年的发展，公司积累了一定的技术实力及客户资源，铝型材销售规模较大。

同业比较（单位：亿元）

指标	兴发铝业	鑫铂股份	豪美新材	和胜股份	闽发铝业
总资产	128.66	85.96	59.10	36.31	26.05
营业收入	173.53	68.21	59.86	29.05	28.24
净利润	8.08	3.02	1.81	1.42	0.28
销售毛利率	11.47%	12.47%	12.61%	16.57%	5.90%
资产负债率	58.61%	64.50%	57.15%	52.67%	40.65%
铝型材销量-2023年（万吨）	75.75	30.06	25.24	6.54	12.02
铝型材销量-2022年（万吨）	71.05	17.62	22.48	6.50	11.17
铝型材毛利率-2023年	11.5%	12.05%	11.27%	16.42%	4.70%

铝型材毛利率-2022年	10.5%	11.17%	8.96%	19.09%	5.24%
--------------	-------	--------	-------	--------	-------

注：（1）未标年份指标均为 2023 年度/未数据。

资料来源：Wind

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	5/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				2
	补充调整				0
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。

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 aa-，反映了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。

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
AA-/移出观察名单	AA-/移出观察名单	2023-5-12	游云星、谢海琳	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 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AA-/列入观察名单	AA-/列入观察名单，豪美转债	2022-5-27	谢海琳、陈念	矿业及金属企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/豪美转债	2022-1-6	王皓立、谢海琳	矿业及金属企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

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
豪美转债	8.24	4.82	2023-5-12	2028-1-24

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年1月发行6年期8.24亿元“豪美转债”（本文又简称“本期债券”），募集资金扣除发行费用后，原计划用于高端工业铝型材扩产项目、高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目、营销运营中心与信息化建设项目及补充流动资金。2023年3月，公司公告将原募投项目高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目拟变更为年产2万吨铝合金型材及200万套部件深加工技术改造项目，该事项已通过临时股东大会审议，变更后的募投项目计划总投资2.20亿元，预计年产铝合金型材2万吨、部件加工200万套。

截至2023年12月31日，“豪美转债”募集资金专项账户余额合计94.64万元（其中21,665.80万元募集资金用于暂时补充流动资金）。

三、发行主体概况

2023年以来公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，股本因本期债券转股等影响有所增加，股权结构因控股股东广东豪美投资集团有限公司（以下简称“豪美投资”）及其一致行动人南金贸易公司转让部分股权而略微变化。其中，公司于2024年4月公告，控股股东豪美投资及其一致行动人南金贸易公司合计转让股份1,166万股（占公司总股本的4.70%）至上海赤钥投资有限公司-赤钥12号私募证券投资基金（以下简称“赤钥基金”）并完成过户登记。自此，赤钥基金及其一致行动人¹将合计持有公司1,329.21万股股份，占公司总股本的5.36%。

截至2024年4月末，公司注册资本及实收资本均为2.48亿元，第一大股东豪美投资持有公司股权32.96%，实际控制人董卫峰、董卫东、李雪琴²及其一致行动人共同控制公司55.87%的股份，其中董卫峰、董卫东各持有豪美投资50%股权，李雪琴直接持有公司第二大股东南金贸易公司100%的股权，截至2023年末，公司具体股权结构图见附录二。

2023年公司新增3家子公司（其中新设2家、派生分立1家），减少1家子公司，具体见下表所示。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
清远市科建智造有限公司	100%	500	模具产品制作	派生分立

¹ 具体包括赤钥 2、5、6 号私募证券投资基金。

² 董卫峰、董卫东为兄弟关系，董卫东、李雪琴为夫妻关系。

佛山市禧德新材料技术有限公司	100%	500	新材料技术推广	设立
广州禧德新材料有限公司	100%	100	新材料技术推广	设立

2、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
清远市精鑫模具制造有限公司	100%	100	模具产品制作	注销

资料来源：公司提供、公司 2023 年年报，中证鹏元整理

公司主营业务突出，子公司分工明确。公司是一家集专业研发、制造、销售于一体的铝型材制造商，已形成从熔铸、模具设计与制造、挤压到深加工及下游系统门窗的铝基新材料产业链，近年公司主要通过新建厂房扩大再生产，主营业务分为铝型材、系统门窗销售和门窗幕墙安装三类，其中2023年铝型材收入占比超过九成。公司本部主要负责建筑铝型材业务、子公司广东精美特种型材有限公司³（以下简称“精美特材”）主要负责一般工业铝型材和汽车轻量化铝型材业务、广东贝克洛幕墙门窗系统有限公司（以下简称“贝克洛”）负责系统门窗业务、清远市科建门窗幕墙装饰有限公司（以下简称“科建装饰”）负责系统门窗幕墙业务。随着安全事故风险基本出清，叠加产品结构调整，2023年公司铝型材板块业绩恢复增长，同时系统门窗拓展力度加大，系统门窗业务快速增长。

表2 截至 2023 年末公司本部及生产型子公司基本情况（单位：亿元）

名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
广东豪美新材股份有限公司	建筑铝型材生产销售	42.74	24.69	28.44	0.97
广东精美特种型材有限公司	一般工业铝型材和汽车轻量化铝型材生产销售	30.19	8.76	27.41	0.65
广东贝克洛幕墙门窗系统有限公司	系统门窗研发设计	3.72	1.40	4.42	0.19

注：（1）上表中的广东豪美新材股份有限公司财务数据为公司本部口径，其他子公司财务数据为合并口径；（2）上表中的财务数据口径为 2023 年末/度。

资料来源：公司 2023 年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，

³ 2024 年 1 月更名为广东豪美精密制造有限公司

制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足、部分行业产能过剩和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业经济环境

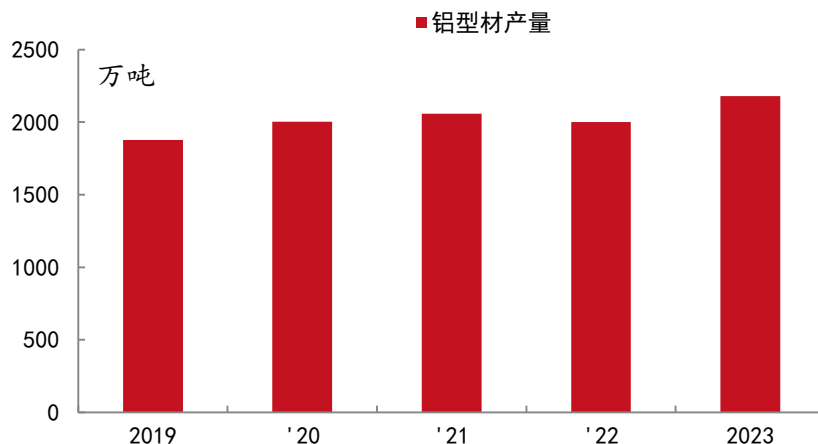
2023年建筑铝型材市场需求承压、工业铝型材市场需求快速增长，铝型材行业集中度低、竞争激烈，需关注铝锭价格波动对业内企业现金流及利润的影响

铝是仅次于钢铁的第二大金属消费材料，目前我国铝材产品以型材为主，其次为板带箔材，其余为铸压件。铝型材具有质量轻、强度高、耐腐蚀等特点，分为建筑铝型材和工业铝型材两大类，目前建筑铝型材产量占比在六成以上，主要应用于建筑领域的门窗、幕墙等方面；工业铝型材应用领域包括家电电子、医疗环保、轨道交通等传统应用领域，以及新能源光伏、汽车轻量化等新兴市场。

建筑铝型材市场需求承压，工业铝型材市场需求快速增长。受房地产市场需求下行影响，2023年建筑铝型材产量同比小幅下降至1,230万吨，考虑到当前房地产市场景气度较为低迷，未来建筑用铝市场需求将继续承压。工业用铝方面，得益于光伏用铝、汽车用铝的大幅增长，2023年工业用铝产量大幅增长25%至760万吨。考虑到双碳目标推动光伏行业高速发展，全球光伏新增装机量快速上升，汽车轻量化快速发展及新能源汽车渗透率不断提升，汽车行业用铝需求量持续增长，光伏铝型材和汽车轻量化铝

型材的快速增长为工业铝型材市场需求增速奠定基础。

图1 得益于光伏和新能源汽车快速发展，2023年我国铝型材产量回升



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

需关注铝锭价格波动对铝加工企业现金流及利润的影响。铝锭是铝加工的主要原材料，我国作为全球最大的铝生产国，充足的电解铝供应为铝加工行业的生产提供保障。铝加工行业产品定价模式通常为“铝价+加工费”，因此铝加工产品价格会受到铝锭价格波动的影响，铝价上涨虽可增厚铝加工企业收入，但更为重要的是，由于行业内的铝锭采购多为现款现货，铝价大幅上涨将会加大铝加工企业的资金压力，铝价持续下跌则会导致备料成为高价库存，侵蚀业内企业单位毛利。2023年铝价波动幅度大幅减弱，价格中枢小幅下移。

图2 2023年铝价波动幅度大幅减弱



资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前，我国铝加工行业产业集中度不高，铝加工企业众多，为充分竞争市场。我国铝加工行业产能主要集中在中低端领域，特别是低端产能占比较大，竞争激烈，产品附加值较低，使得行业整体盈利能力较弱。

铝加工行业的加工费高低取决于产品的技术附加值、加工难度、市场供需等情况，未来随着交通、通信等领域对高端铝材需求增加，对铝加工企业的技术和产品等提出了更高要求，拥有资金和规模、技术与人才、客户资源等优势的企业将有望脱颖而出，同时，上游原材料价格上涨及地产需求收缩将淘汰一批中小企业，推动行业集中度提升，有利于行业良性发展。

五、经营与竞争

公司处于铝型材行业第一梯队，工业、建筑和汽车三大下游应用领域有助于公司平抑下游需求波动，其中汽车轻量化铝型材具备一定的技术实力，已获得300余个铝合金材料及部件项目定点，随着定点项目陆续放量，为公司业绩释放奠定一定基础，随着安全事故风险基本出清及产品结构调整取得一定成效，2023年业绩恢复增长，但公司产能近年不断扩张且承担账期压力，需关注公司未来产能消化风险及营运资金压力

公司主要从事铝合金型材和系统门窗研发、设计、生产及销售，已形成从熔铸、模具设计与制造、挤压到深加工的铝基新材料产业链，铝型材业务（分为建筑铝型材、工业铝型材和汽车轻量化铝型材）仍是公司营业收入的第一大来源，2023年收入占比在九成以上，其中汽车轻量化铝型材是重点发展业务之一。同时，公司近年在积极延伸铝型材产业链，重点发展系统门窗业务，2023年毛利润占比17.06%。

2023年公司营业收入和销售毛利率同步回升，一方面是子公司安全事故风险出清，另一方面产品结构调整，即建筑铝型材中的高毛利幕墙料占比提升和汽车轻量化铝型材销量快速增加。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
铝型材	12.81	11.06%	90.74%	54.45	11.27%	90.97%	49.50	8.96%	91.45%
其中：建筑用铝型材	4.41	16.78%	31.26%	22.49	14.59%	37.57%	18.49	11.29%	34.16%
工业用铝型材	4.66	2.10%	33.01%	19.25	4.06%	32.15%	21.68	5.70%	40.05%
汽车轻量化铝型材	3.73	15.47%	26.46%	12.72	16.31%	21.24%	9.33	11.95%	17.24%
系统门窗销售	1.15	21.27%	8.17%	5.03	25.60%	8.40%	3.25	31.59%	6.00%
门窗幕墙安装	0.10	-4.85%	0.73%	0.21	2.19%	0.34%	1.32	4.65%	2.44%
其他	0.05	74.42%	0.37%	0.17	68.29%	0.29%	0.05	0.31%	0.09%
合计	14.11	12.01%	100%	59.86	12.61%	100%	54.13	10.21%	100%

注：2024年一季度收入及毛利率数据未经审计。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司处于铝加工行业第一梯队，汽车轻量化铝型材具备一定的技术实力，工业铝型材战略收缩，2023年产能规模小幅收缩，且存在少量富余，需关注公司未来产能消化风险

公司拥有两个铝型材生产基地，均位于清远市，其中公司本部主要定位于建筑铝型材，精美特材则

主要定位于工业铝型材和汽车轻量化铝型材，目前公司铝型材产品主要为材料类产品，部件类产品较少。公司生产模式主要为以销定产，同时存在一定的工序外协。华南地区为我国三大铝型材生产基地之一，其中，华南地区大型铝型材生产企业有兴发铝业（0098.HK）、广东坚美铝型材厂（集团）有限公司、公司以及和胜股份等铝型材企业。

公司在汽车轻量化铝型材业务方面具备一定技术实力，并与知名汽车厂商间接建立了良好的合作关系。合金材料成分及后续可加工性能是铝合金工业尤其是中高端铝合金材料的核心技术要求，根据公司公告，公司先后开发出了乘用车结构用高性能铝合金及型材制备技术（广东省科技进步一等奖）、高强高淬透新型7系铝合金及其制备工艺技术、2系7系等高合金成分熔炼、铸造、挤压及热处理等核心技术，是国内少数能批量加工车用7系铝挤压合金的企业，截至2023年末，公司共主编/主持《汽车用铝及铝合金挤压型材（GB/T 33910-2017）》等国家标准5项。公司向凌云股份（600480.SH）、长盈精密（300115.SZ）等汽车零部件企业提供铝合金材料和部件，汽车轻量化铝型材应用终端包括奔驰、宝马、丰田、本田等一线外资及合资品牌，广汽、比亚迪、长城、长安、吉利等自主品牌，小鹏、蔚来等造车新势力，是华南地区较具规模的汽车轻量化铝基新材料企业，根据中国有色金属加工工业协会披露的2023年铝加工材产量数据，公司汽车轻量化铝型材以产量计的2023年市场占有率为5.4%。2023年，公司导入70个新定点项目，年末汽车轻量化领域已累计取得300余个定点项目。

2023年末铝型材产能小幅下降，且仍存在少量的产能富余。受公司本部生产设备投产时间长和子公司由普通工业材产品陆续转向汽车材等因素影响，2023年末铝型材产能小幅下降。随着安全事故风险基本出清，公司生产逐步恢复正常，生产效率提升，带动2023年产能利用率回升8.21个百分点。总的来看，铝型材行业市场集中度低，虽公司作为少数铝型材上市公司之一，但产品市场占有率较低，根据中国有色金属加工工业协会披露的2023年铝加工材产量数据，2023年中国铝型材产量约为2,180万吨，以产量计算的公司市场占有率仅为1.15%。

表4 公司铝型材产品生产情况（单位：万吨）

项目	2023年	2022年
年产能	30.33	31.49
其中：公司本部	14.65	15.76
子公司精美特材	15.68	15.73
产量	25.09	23.46
其中：建筑用铝	10.00	8.29
工业用铝	9.81	11.71
汽车轻量化	5.28	3.46
产能利用率	82.72%	74.51%
库存量	1.17	1.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司持续推进汽车轻量化铝型材项目，其中募投项目之一的高端工业铝型材扩产项目已于2023

年6月投产，本期债券募投项目资金需求基本来源于募集资金，截至2023年末，暂无其他重大在建拟建项目，未来资本开支压力不大。随着新增生产线的逐步建成投产，公司产能将进一步扩大。但考虑到当前公司产能存在一定富余，铝加工行业属于充分竞争行业，生产企业众多，竞争激烈，且房地产市场需求收缩导致部分建筑铝加工企业往工业领域转产，未来公司能否获得充足订单消化产能具有不确定性。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提升对盈利能力的影响。

表5 截至2023年末主要在建项目情况（万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金净额	累计已投资	计划年产能	预计投产时间
年产2万吨铝合金型材及200万套部件深加工技术改造项目	22,000.00	21,973.82	10,416.04	铝合金型材2万吨、部件加工200万套	2024年上半年
营销运营中心与信息化建设项目	8,962.57	8,962.57	370.89	-	-
合计	30,962.57	30,936.39	10,786.93	--	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售毛利率处于行业内中等水平，下游应用领域分布较为多元，客户稳定性较好且较为分散，有助于分散经营风险，随着安全事故风险基本出清和产品结构调整，公司2023年业绩恢复增长，未来需持续关注市场需求及铝价波动对公司业绩影响

公司产品定价方式为“铝锭价格+加工费”，产品加工费水平主要受客户材质选择、产品深加工程度、辅料耗用、销售模式和市场竞争水平等因素的影响。一般而言，汽车轻量化技术加工水平要求最高，加工费最高；建筑用铝通常需进行电泳、喷涂等后序加工工序，加工费其次；工业用铝大部分不需要表面处理，加工费最低。其中汽车轻量化铝型材的主导产品为电池托盘和防撞梁，销量占比在90%以上，主要面向新能源汽车产业链。

随着安全事故风险基本出清和产品结构调整，公司2023年业绩恢复增长。建筑铝材为公司第一大营收和利润来源，受下游地产需求减弱影响，公司积极调整产品结构，加大高毛利的幕墙料销售力度，与国内幕墙行业龙头江河集团（601886.SH）等企业加大合作力度，2023年幕墙料出货量同比增长56%、销售额增加3亿元左右，推动建材铝材产销量和单位毛利大幅回升。汽车铝材为公司第二大利润来源，受益于国内新能源汽车产销量的大幅增长及前期定点项目逐步进入量产期，2023年公司汽车轻量化业务销售收入12.72亿元，继续同比增长36.31%，随着生产经营逐步恢复正常，公司明显减少汽车铝材工序外协加工量，汽车铝材毛利率回升。普通工业铝材方面，因行业竞争加剧冲击且产品利润空间偏低，公司主动收缩业务规模，导致工业铝材产销规模下降、单位毛利回落、出口销售收入亦明显下降。考虑到汽车零部件行业项目定点惯例，定点项目质量、数量决定了公司未来业绩的增长空间，截至2023年底，公司已取得300余个汽车材定点项目，未来随着定点项目逐步放量，为公司业绩释放奠定一定基础，预计公司产品结构将进一步调整，有助于提升公司整体盈利能力。

表6 公司铝型材产品销售情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2023年	2022年
----	-------	-------

销量	25.24	22.48
其中：建筑铝材	10.10	7.62
工业铝材	9.79	11.18
汽车铝材	5.35	3.68
产销率	100.63%	95.83%
单位售价	2.24	2.20
其中：建筑铝材	2.44	2.43
工业铝材	1.97	1.94
汽车铝材	2.38	2.54
单位毛利	0.25	0.20
其中：建筑铝材	0.36	0.27
工业铝材	0.08	0.11
汽车铝材	0.39	0.30

注：上表中的销量不包括系统门窗销售、门窗幕墙安装领用的建筑用铝型材数量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户稳定性较好且较为分散。公司拥有汽车零部件供应商凌云股份（600480.SH）、长盈精密（300115.SZ）、英利汽车、卡斯马等汽车铝材稳定客户，2023年前述4家客户为公司贡献了近七成的汽车铝材销售收入，与铝模板上市公司志特新材（300986.SZ）、广东富华机械装备制造有限公司和全球集装箱龙头企业中集集团（000039.SZ）等普通工业铝材客户建立了较为稳定的合作关系，与建筑铝材客户幕墙行业龙头企业江河集团、杭州科铭铝业有限公司等长时间合作。因产品结构调整，江河集团于2023年再次成为公司前五大客户，2022-2023年前五大客户集中度分别为19.58%和20.09%。

公司铝型材业务毛利率在同行可比上市公司中处于中等水平，高毛利的汽车轻量化铝型材有待继续放量。

表7 部分上市公司铝型材业务对比情况（单位：万吨）

企业	生产基地	主要产品	销量		毛利率	
			2023年	2022年	2023年	2022年
兴发铝业	广东佛山、四川成都、江西宜春、河南焦作	建筑铝型材、工业铝型材	75.75	71.05	11.5%	10.5%
亚太科技	江苏无锡	汽车铝型材	26.66	24.13	14.66%	13.74%
豪美新材	广东清远	建筑铝型材、工业铝型材	25.24	22.48	11.27%	8.96%
鑫铂股份	安徽滁州天长	工业铝型材、工业铝部件（新能源光伏）	30.06	17.62	12.05%	11.17%
闽发铝业	福建泉州南安	建筑铝型材	12.02	11.17	4.70%	5.24%
和胜股份	广东中山、安徽马鞍山、江苏常州	汽车铝部件、工业铝部件（消费电子和耐用消费品）	6.54	6.50	16.42%	19.09%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司对供应商不存在重大依赖，主要生产原料占主营业务成本比重较高，需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响

公司的采购模式是“以销定产、以产定购”，生产部门根据当期的订单数量确定生产计划，物控部门根据生产计划确认采购量，由采购部门完成采购。

公司产品原材料占比很高，需关注原材料价格波动对现金流和利润的影响。2023年公司原材料成本在生产成本中的占比仍在80%以上，采购的主要原材料在铝锭、铝棒和废铝。随着生产经营逐步恢复正常，2023年公司铝锭采购量大幅增长54.38%。铝棒方面，2022年因安全生产事故公司熔铸车间停产一段时间，导致2022年铝棒采购量大幅增加2.10倍，2023年，考虑到云南丰水期时当地的铝棒市场价低于公司铝棒自产成本，故2023年铝棒采购规模仍较大。原铝、废铝等原材料供应商议价能力强，采购结算方式基本为先款后货，基于先进先出法的存货计价方式，若原材料持续涨价将加重公司营运资金压力，持续跌价则会导致备料减值，侵蚀公司利润。

2023年公司采购集中度继续明显下降。大宗商品贸易商埃克森和托克仍稳居公司前五大供应商名单，因采购云南地区较为廉价的铝棒，云南创新合金有限公司（创新新材，股票代码为600361.SH）成为公司2023年第一大供应商，公司前五大供应商采购占比下降11.16个百分点至29.43%，主要是市场上废铝来源较为分散、铝棒加工企业众多。整体而言，原铝、废铝属于大宗商品，供应充足，供应商较多，公司对供应商不存在重大依赖。

表8 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2023年	2022年
铝锭	采购数量（吨）	99,861.63	64,686.22
	单价（元/吨）	16,323.94	18,716.77
	金额（万元）	163,013.50	121,071.73
铝棒	采购数量（吨）	87,858.53	94,681.53
	单价（元/吨）	17,172.07	18,111.86
	金额（万元）	150,871.29	171,485.84
废铝	采购数量（吨）	46,708.47	51,230.94
	单价（元/吨）	15,254.46	15,691.21
	金额（万元）	71,251.24	80,387.54

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系统门窗业务2023年快速发展，为公司带来增量业绩，但需关注货款回收风险

公司积极往铝型材下游延伸，系统门窗业务经营主体为下属子公司贝克洛。公司系统门窗定位为打造门窗产业链集成平台，贝克洛产品已应用在广州保利天悦、珠海格力海岸、上海星河湾等项目。针对不同客户群体，公司采取不同的销售模式，对于国内工程客户（即B端客户），贝克洛采取轻资产的商业模式，采用系统材料销售模式，与国内工程客户达成的系统门窗定制化方案，向其销售包括铝型材、五金、胶条等在内的整套门窗系统材料，不负责后续成品窗的加工及安装工作。对于国外工程客户和零售客户（C端客户），贝克洛采用向其销售成品窗的模式。

2023年以来，公司积极拓展系统门窗业务、适度的以价换量，国内工程客户收入大幅增加，使得门窗幕墙销售收入同比增长54.80%、毛利率下滑5.99个百分点。2023年公司系统门窗收入主要来自B端客户，国内工程客户系统门窗收入占比在七成以上，前五大客户集中度为22.91%，但客户资质一般，且结算多为先货后款，需关注应收账款回收风险。考虑到公司年末在手订单量较为充足，预计2024年系统门窗业务收入较有保障。

表9 公司系统门窗合同签订情况

客户业务	项目	2023年	2022年
B 端	新签订单数量-万平方米	112.12	67.08
	新签订单金额-万元	48,292.16	28,235.10
	当年交付数量-万平方米	91.99	56.23
	当年交付金额-万元	37,309.86	24,442.17
	期末在手合同数量-万平方米	158.75	93.56
	期末在手合同金额-万元	69,370.00	40,575.00
C 端	期末门店数量-个	138	122
	新签订单数量-万平方米	13.06	10.19
	新签订单金额-万元	12,746.92	10,136.50
	当年交付数量-万平方米	12.18	10.30
	当年交付金额-万元	12,344.30	10,704.14
	期末在手合同数量-万平方米	1.81	1.39
	期末在手合同金额-万元	1,898.87	1,572.58

资料来源：Wind，中证鹏元整理

因上下游账期错配，公司承担账期压力，2023年净营业周期仍相对较高，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，受账期相对较长的建筑铝材和汽车铝材收入占比提升影响，公司回款周期延长，2023年应收账款周转天数继续小幅上升。原材料供应商议价能力强，采购结算方式多为先款后货或现款现货，公司应付账款周转天数基本与同行持平，2023年相对稳定。公司存货周转效率低于可比对象平均水平。

综合上述因素，公司净营业周期在可比上市公司中处于较高水平，营运资金压力较大。

表10 公司及部分可比上市公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2023年				2022年			
	公司	亚太科技	鑫铂股份	闽发铝业	公司	亚太科技	鑫铂股份	闽发铝业
应收款项周转天数	95	97	77	82	90	85	72	69
存货周转天数	53	39	28	43	59	40	27	45
应付款项周转天数	21	23	26	13	19	23	24	13
净营业周期	127	113	80	113	130	101	75	101

资料来源：Wind，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季报，报告均采用新会计准则编制。2023年新增3家子公司对公司财务报表可比性无明显影响。

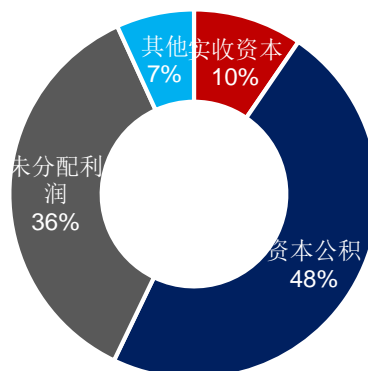
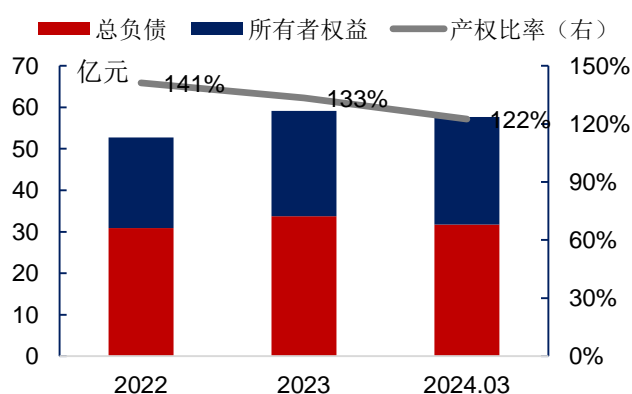
资本实力与资产质量

随着总债务增加、自身经营积累和本期债券转股，2023年资产规模继续增长；公司资产以原材料储备、销售形成的应收款项、厂房设备为主，但应收款项回收风险加大，整体资产质量一般

公司净资产主要由原始股东投入、IPO募集资金和自身经营积累构成，2024年3月末净资产明显增加主要得益于本期债券转股和经营积累。公司借助新增短期债务满足营运资金增量需求，2023年末总负债和总资产继续增加。综合影响，公司产权比率小幅下降，但所有者权益仍不能覆盖总负债。

图3 公司资本结构

图4 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司深耕铝型材行业，主要通过新建厂房、购置生产设备实现生产、销售和回款并逐步扩大再生产，资产以经营性资产（应收款项、预付账款、存货）为主，生产性资产（固定资产、在建工程、无形资产）为辅，2024年3月末上述资产合计占总资产的比重为88.28%。

2023年，受公司支付铝加工项目款和支付索尔思光电（成都）有限公司第一期投资款2,000万美元影响，期末货币资金小幅减少。公司应收票据及应收账款主要为铝型材业务销售款，2023年末应收账款账面价值大幅增长29.64%，明显超出同期营业收入增速，主要原因是第四季度同比增加的5.14亿元营业收入未能于年底回款。公司应收账款规模加大且半数以上产品用于地产及汽车行业，近年建筑铝型材下游终端客户地产商资金紧张且已逐步传导至上游供应商；新能源汽车行业头部企业之外的大部分新能源

车企仍处于亏损状态，将给公司应收账款带来回收风险。2023年末应收账款坏账准备计提比例略有下降，为9.07%。存货主要由原材料（主要是铝锭、铝棒及门窗幕墙型材）、自制半成品和库存商品构成，随着安全事故风险出清及前期采购的高价原材料消化完毕，2023年末存货账面价值同比下降11.15%。同时，2023年末公司存货已计提减值准备0.16亿元。随着本期债券募投项目之一的高端铝型材工业材扩产项目投产转固，固定资产和在建工程账面价值一升一降，此外，2023年末仍有账面价值1.42亿元的固定资产未办妥产权证书。

2023年末公司受限的货币资金、应收票据、固定资产、无形资产等资产合计8.65亿元，主要用于满足银行信贷融资需求，受限资产占同期总资产的14.64%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.56	4.45%	4.28	7.25%	4.62	8.75%
应收票据	3.80	6.59%	3.95	6.68%	3.12	5.91%
应收账款	17.92	31.08%	17.91	30.31%	13.82	26.20%
存货	6.67	11.57%	6.72	11.37%	7.56	14.33%
流动资产合计	35.22	61.10%	37.01	62.63%	33.06	62.66%
固定资产	16.74	29.05%	16.88	28.56%	14.77	28.01%
无形资产	3.16	5.48%	2.96	5.00%	2.96	5.62%
非流动资产合计	22.42	38.90%	22.08	37.37%	19.70	37.34%
资产总计	57.64	100.00%	59.10	100.00%	52.75	100.00%

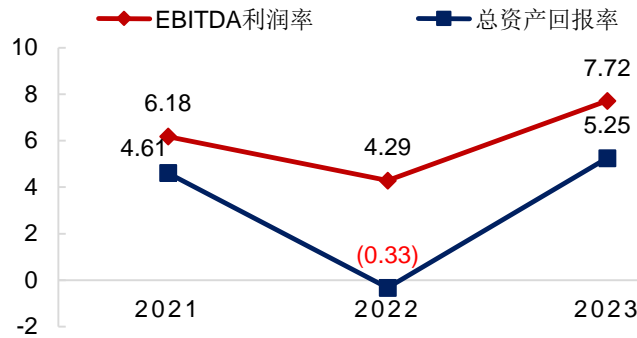
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受安全事故风险基本出清及产品结构调整等因素影响，2023年公司业绩恢复增长，未来盈利能力存在一定波动

公司营业收入和利润主要来自铝型材业务，2023年生产经营恢复正常及产品结构调整，业绩恢复增长，实现净利润1.81亿元，较2021年增长31.47%，2024年一季度继续同比增长181.76%，2023年总资产回报率大幅提升、EBITDA利润率转正。公司属于铝型材加工行业，业务模式为赚取加工费，随着行业竞争加剧，公司的加工费承压，需开拓新的细分产品品类及承接更多的加工工序以提升利润空间，未来需持续关注市场需求及铝价变动对公司盈利能力的影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受2023年实现较大规模的利润，公司同期FFO规模大幅增加，主营业务现金生成能力有所增强，总债务规模仍较大，现金短期债务比仍较低，面临较大的债务滚存压力

公司总债务主要由长短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和租赁负债构成，随着业务规模扩张营运资金需求增加，2023年末公司总债务继续增长。银行贷款和资本市场再融资是公司当前最主要的融资渠道。随着本期债券转股和营运资金需求增加，公司短期债务规模增加，2024年3月末短期债务集中度较2022年末小幅上升7.21个百分点至67.23%。

公司经营性负债主要为应付账款和应付票据，2023年应付账款周转天数仍在20天左右，上游原材料供应商议价能力强，公司对供应商占款能力较弱。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.90	46.96%	17.43	51.62%	13.45	43.55%
应付账款	2.71	8.55%	3.65	10.81%	2.59	8.38%
一年内到期的非流动负债	1.98	6.25%	2.09	6.18%	0.46	1.49%
流动负债合计	22.39	70.56%	27.88	82.56%	20.17	65.34%
长期借款	3.42	10.79%	0.00	0.00%	1.90	6.14%
应付债券	4.65	14.64%	4.58	13.56%	7.36	23.84%
非流动负债合计	9.34	29.44%	5.89	17.44%	10.70	34.66%
负债合计	31.73	100.00%	33.77	100.00%	30.87	100.00%
总债务合计	27.11	85.45%	27.93	82.70%	26.50	85.84%
其中：短期债务	18.23	57.45%	22.53	66.70%	15.91	51.52%
长期债务	8.88	28.00%	5.40	16.00%	10.60	34.32%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

因2023年消化部分2022年拍卖的原材料，当期支付的原材料采购款大幅减少，经营活动现金流转为

大幅净流入，且随着业绩恢复增长，FFO规模大幅上升，主营业务现金生成能力和EBITDA利息保障倍数显著改善。本期债券转股和自身经营积累增厚了公司资本实力，降低了杠杆水平，2023年末资产负债率和总债务/总资本均有所下降。

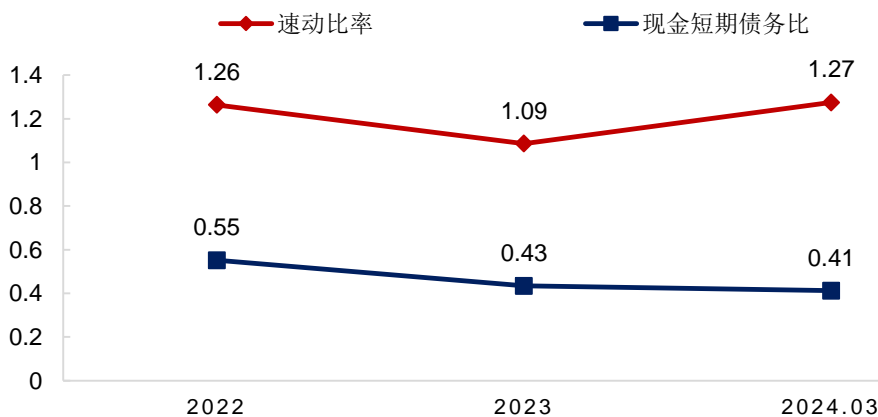
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.66	2.70	-1.18
FFO（亿元）	--	2.96	0.60
资产负债率	55.05%	57.15%	58.53%
净债务/EBITDA	--	4.28	8.30
EBITDA 利息保障倍数	--	4.33	1.90
总债务/总资本	51.82%	53.15%	56.18%
FFO/净债务	--	14.95%	3.11%
经营活动现金流/净债务	-3.28%	13.66%	-6.12%
自由现金流/净债务	-6.78%	-0.28%	-19.95%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2023 年末公司速动比率仍在 1.0 以上，随着本期债券转股和营运资金需求增加，2023 年末短期债务规模大幅增加，期末现金短期债务比有所下降。公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金。截至 2024 年 3 月末，公司合计获得银行授信额度 31.82 亿元，已使用额度 20.60 亿元，剩余可用额度 11.22 亿元。整体来看，公司获取流动性资源的能力一般。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司面临一定的安全生产及环保风险

环境因素

公司作为铝合金型材的生产制造企业，生产制造过程中主要涉及熔炼、铸造、挤压、深加工等高温、高压的生产工艺，以及熔炼炉、挤压机、数控机床等危险性相对较高的生产设备。员工操作过程中可能会存在安全生产方面的风险隐患。

豪美新材及其子公司精美特材、贝克洛、科建装饰在生产过程中会产生废水、废气、噪声、固体废物等污染物，且建筑铝型材等产品涉及表面处理，生产工艺的环保要求较高。虽公司继续投入环保支出，但仍面临一定的环保风险。

社会因素

根据公司出具的说明，2023年12月8日，根据《中华人民共和国安全生产法》、《安全生产行政处罚自由裁量适用规则（试行）》相关规定，清远市应急管理局决定给予精美特材人民币110万元罚款、董卫峰25.05万元罚款的行政处罚（处罚原因为2022年4月3日，全资子公司精美特材熔铸车间9号炉在生产过程中发生爆炸事故）。除此之外，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。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》和有关法律法规等规定，制定了公司章程，建立了包括董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2024年3月末，公司组织架构图如附录三所示。

6名非独立董事成员中，公司实际控制人及其亲属占有四个席位，其他两名董事在公司的平均任职时间在14年以上。跟踪期内公司董事会秘书变动次数较多，具体如下表所示。

表14 公司2023年董事和高管变更情况

姓名	原职务	变动后职务	变动原因	变动时间
罗文谦	董事会秘书	不在公司任职	解聘	2023/2/20
陈涛	副总经理	副总经理、董事会秘书	任免	2023/10/27
李志华	副总经理	不在公司任职	解聘	2023/11/7
陈涛	副总经理、董事会秘书	副总经理	辞任	2024/1/25
王兰兰	财务总监	财务总监、董事会秘书（代）	兼任董秘	2024/1/25
王兰兰	财务总监、董事会秘书（代）	财务总监、董事会秘书	任免	2024/4/30

注：2023年2月至2023年10月期间，由公司董事长兼总经理董卫峰代理董事会秘书一职。

资料来源：公司公告

2023年12月19日，中国证券监督管理委员会广东监管局出具的《关于对广东豪美新材股份有限公司、董卫峰、陈涛采取出具警示函措施的决定》（[2023]178号），公司因存在信息披露违规行为，公司董事长董卫峰、时任董事会秘书陈涛未按照《上市公司信息披露管理办法》第四条的规定履行勤勉尽责义务，

对公司上述违规行为负有主要责任，向公司、董卫峰、陈涛分别采取出具警示函的行政监管措施。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（2024年5月10日）、子公司精美特材（2024年5月10日）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查询记录，截至2024年5月23日，中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

首先，公司处于铝型材行业第一梯队，建筑铝型材、汽车轻量化铝型材等主要产品具备较强竞争力。2023年铝型材规模仍位于行业前列，下游客户群仍较为稳定，包括凌云股份、长盈精密、中集集团、江河集团和志特新材等，建筑、工业和汽车三大下游有助于公司平抑行业周期波动风险；其中汽车轻量化铝型材具有一定的技术实力和储备项目。同时，受益于安全事故风险基本出清，公司生产经营恢复正常，产品结构调整呈一定成效，高毛利的幕墙料和汽车铝材产销量大幅增长，2023年业绩恢复增长，2024年一季度继续同比大幅增长。此外，公司直接融资和间接融资渠道较为通畅，具备一定的再融资能力。公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金，备用流动性尚可。

但中证鹏元关注到，公司营运资金压力和应收款项回收风险有所加大。因上下游账期错配，公司承担账期压力；应收款项账面价值较大且半数以上的铝型材为门窗幕墙及汽车零部件材料，近年建筑铝型材下游终端客户地产商资金紧张且已逐步传导至上游供应商，大部分新能源车企仍处于亏损状态，公司应收账款面临一定的回收风险。其次，需持续关注铝价大幅波动对公司现金流和盈利能力的影响。若铝价持续上涨，将加大公司营运资金压力，若铝价持续下行，则生产备料成为高价库存，侵蚀毛利润。再次，公司总债务继续增加，短期债务规模快速增加，现金类资产对短期债务覆盖程度较低，面临较大的债务滚存压力。最后，公司存在一定的安全生产风险。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“豪美转债”的信用等级为AA-。

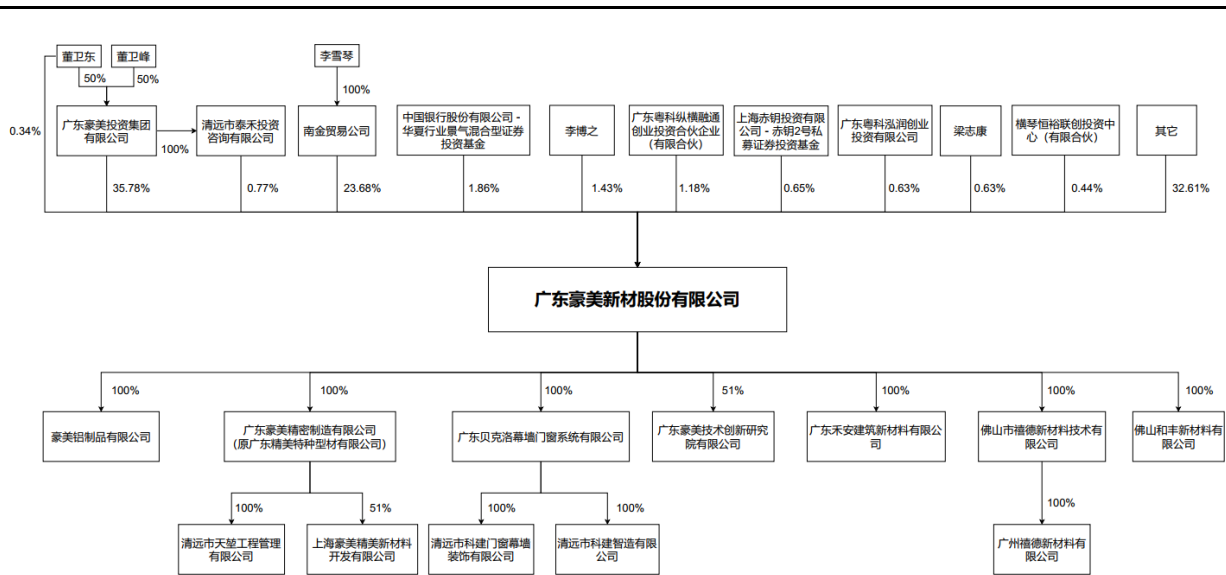
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	2.56	4.28	4.62	4.20
应收票据	3.80	3.95	3.12	4.68
应收账款	17.92	17.91	13.82	13.24
存货	6.67	6.72	7.56	6.37
流动资产合计	35.22	37.01	33.06	32.26
固定资产	16.74	16.88	14.77	14.63
无形资产	3.16	2.96	2.96	2.60
非流动资产合计	22.42	22.08	19.70	18.07
资产总计	57.64	59.10	52.75	50.33
短期借款	14.90	17.43	13.45	17.06
应付账款	2.71	3.65	2.59	2.44
一年内到期的非流动负债	1.98	2.09	0.46	0.87
流动负债合计	22.39	27.88	20.17	26.24
长期借款	3.42	0.00	1.90	0.34
应付债券	4.65	4.58	7.36	0.00
递延收益-非流动负债	1.16	1.19	1.26	1.37
非流动负债合计	9.34	5.89	10.70	1.82
负债合计	31.73	33.77	30.87	28.06
总债务合计	27.11	27.93	26.50	22.76
其中：短期债务	18.23	22.53	15.91	22.32
所有者权益	25.91	25.32	21.88	22.27
营业收入	14.11	59.86	54.13	56.00
营业利润	0.68	1.88	-0.89	1.38
净利润	0.58	1.81	-1.12	1.38
经营活动产生的现金流量净额	-0.66	2.70	-1.18	-3.33
投资活动产生的现金流量净额	-0.60	-4.31	-2.71	-3.96
筹资活动产生的现金流量净额	-0.21	1.00	4.70	2.98
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	4.62	2.32	3.46
FFO（亿元）	--	2.96	0.60	2.22
净债务（亿元）	19.98	19.79	19.27	15.13
销售毛利率	12.01%	12.61%	10.21%	12.02%
EBITDA 利润率	--	7.72%	4.29%	6.18%
总资产回报率	--	5.25%	-0.33%	4.61%
资产负债率	55.05%	57.15%	58.53%	55.75%
净债务/EBITDA	--	4.28	8.30	4.37

EBITDA 利息保障倍数	--	4.33	1.90	4.85
总债务/总资本	51.82%	53.15%	56.18%	50.54%
FFO/净债务	--	14.95%	3.11%	14.69%
经营活动现金流/净债务	-3.28%	13.66%	-6.12%	-22.00%
自由现金流/净债务	-6.78%	-0.28%	-19.95%	-48.46%
速动比率	1.27	1.09	1.26	0.99
现金短期债务比	0.41	0.43	0.55	0.41

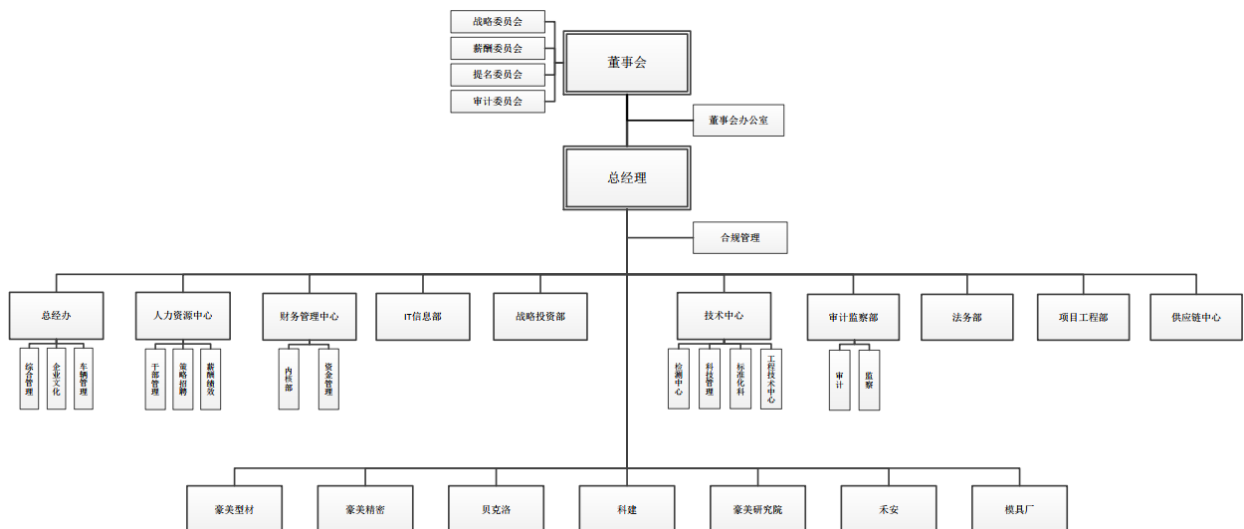
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 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。

附录五 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
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。

二、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。

三、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。

四、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。