

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1604号

河南明泰铝业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

**河南明泰铝业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**河南明泰铝业股份有限公司发行的“明泰转债”债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李 斌

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

# 河南明泰铝业股份有限公司 可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券余额     | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级时间     |
|------|----------|--------|--------|------------|
| 明泰转债 | 18.39 亿元 | AA     | AA     | 2018.10.15 |

转股期：自 2019 年 10 月 16 日至 2025 年 4 月 9 日止

初始转股价格：11.49 元/股

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

| 项目               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 19 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 59.49  | 86.42  | 93.36  | 94.21    |
| 所有者权益（亿元）        | 40.74  | 55.19  | 60.93  | 62.41    |
| 短期债务（亿元）         | 13.23  | 24.43  | 21.62  | 21.33    |
| 长期债务（亿元）         | 0.00   | 0.00   | 3.00   | 3.00     |
| 全部债务（亿元）         | 13.23  | 24.43  | 24.62  | 24.33    |
| 营业收入（亿元）         | 74.79  | 103.63 | 133.22 | 34.03    |
| 净利润（亿元）          | 2.88   | 3.68   | 5.28   | 1.48     |
| EBITDA（亿元）       | 5.55   | 7.11   | 9.65   | --       |
| 经营性净现金流（亿元）      | 0.70   | -2.81  | 0.30   | -5.56    |
| 营业利润率（%）         | 8.12   | 8.68   | 8.54   | 10.51    |
| 净资产收益率（%）        | 12.84  | 7.68   | 9.09   | 2.40     |
| 资产负债率（%）         | 31.51  | 36.14  | 34.74  | 33.76    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 24.51  | 30.69  | 28.78  | 28.05    |
| 流动比率（倍）          | 1.92   | 1.66   | 1.96   | 2.10     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.42   | 0.29   | 0.39   | --       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 123.60 | 151.09 | 23.12  | --       |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.30   | 0.39   | 0.52   | --       |

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径。3、2016-2018 年其他应付款已计入短期债务。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2018 年，河南明泰铝业股份有限公司（以下简称“明泰铝业”或“公司”）作为铝深加工企业，产能利用率及产销率保持在较高水平，收入规模和盈利水平持续提高，债务规模保持在较低水平。随着先进设备的投产，公司在行业地位、产销规模、产品种类等方面仍将保持综合竞争优势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到铝加工行业竞争激烈、国内环保监管趋严、公司盈利状况受铝锭价格波动影响较大、公司短期偿债压力较大等因素对公司信用等级带来的不利影响。

未来，随着公司新项目的持续投产，公司产品结构将明显改善，市场竞争地位将更加稳固，公司经营状况将保持良好。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的偿债压力有望减轻。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“明泰转债”债项信用等级为 AA。

优势

1. 公司作为国内铝深加工知名企业，在行业地位、产品种类和产销规模等方面仍具备一定的竞争优势。

2. 公司成本控制能力较强，铝板带箔的研发和生产技术仍维持国内领先水平。

3. 2018 年，随着新产线投产，公司收入和盈利规模大幅增长；公司债务负担仍较轻。

4. 本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

## 关注

1. 国内铝加工行业竞争激烈，行业集中度仍处于较低水平，利润水平相对较低。公司产品定价采用“铝锭价格+加工费”模式，盈利状况受铝锭价格波动影响较大。

2. 公司自备电厂、铝加工生产过程涉及“三废”处理，可能存在一定的环保风险。

3. 公司部分产品用于出口，汇率变动及贸易摩擦可能对公司产品的销量及价格产生不利影响。

4. 公司在建项目投资规模较大，债务结构有待优化，短期存在一定的偿债压力。

## 分析师

李莹

电话：010-85172818

邮箱：liying@unitedratings.com.cn

王彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

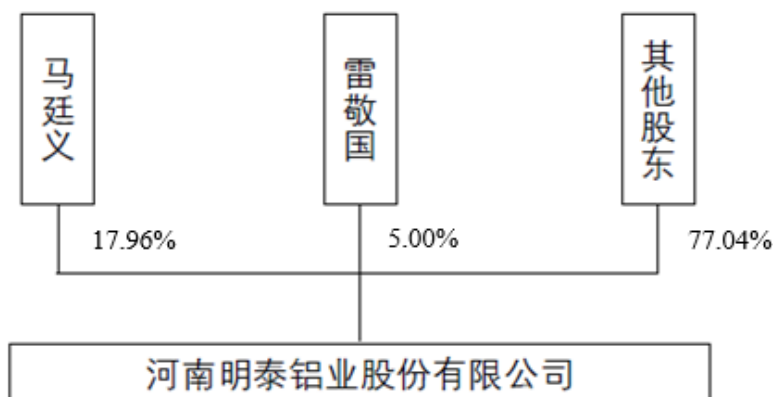
## 一、主体概况

河南明泰铝业股份有限公司（以下简称“公司”或“明泰铝业”）前身为河南明泰铝业有限公司，于1997年4月注册成立，初始注册资本750万元。2007年5月，河南明泰铝业有限公司整体变更为股份公司，并更名为现用名。2011年，经上海证券交易所上证发字〔2011〕38号文批准，公司在上海证券交易所上市，证券简称“明泰铝业”，证券代码“601677.SH”，股本4.01亿股。

2014年，公司首次实施限制性股票股权激励计划，决定向184人授予1,675.6万股股票，股本增至4.18亿股。2015年，公司取得中国证监会《关于核准河南明泰铝业股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可〔2015〕2340号），公司向7名特定投资者非公开发行6,500万股股票，股本增至4.83亿股。2016年，公司实施限制性股票股权激励计划，向符合条件的581名激励对象授予2,804.00万股限制性股票，股本增至5.11亿股。2017年，公司取得中国证监会《关于核准河南明泰铝业股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可〔2017〕995号），公司向5名特定投资者非公开发行7,668万股股票，股本增至5.90亿股。

截至2018年底，公司股本5.90亿股，马廷义先生持有公司1.06亿股，占总股本的17.96%。公司控股股东及实际控制人为马廷义先生。截至2019年3月底，公司共有26笔股票质押，合计7,061.79万股，质押比例11.97%，公司实际控制人马廷义先生所持公司股票不存在质押情况。

图1 截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，截至2019年3月底，公司纳入合并范围控股子公司共9家。截至2019年3月底，公司本部及主要子公司拥有在职员工4,244人，公司设有证券部、国内销售部、外贸部、生产部、技术开发中心、财务部、供应部、设备部、仓储物流部、企管部、人力行政部和审计部共12个职能部门（见附件1）。

截至2018年底，公司合并资产总额93.36亿元，负债合计32.43亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）60.93亿元，其中归属于母公司所有者权益合计59.34亿元。2018年，公司实现营业收入133.22亿元，净利润（含少数股东损益）5.28亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为4.96亿元；经营活动产生的现金流量净额0.30亿元，现金及现金等价物净增加额-0.53亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额94.21亿元，负债合计31.80亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）62.41亿元，其中归属于母公司所有者权益合计60.77亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入34.03亿元，净利润（含少数股东损益）1.48亿元，其中，归属于母公司所有者的净利

润为 1.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.24 亿元。

公司地址：巩义市回郭镇开发区；法定代表人：马廷义。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕223 号文核准，公司于 2019 年 4 月 9 日公开发行“2019 年河南明泰铝业股份有限公司可转换公司债券”，债券简称为“明泰转债”，债券代码“113025.SZ”。“明泰转债”实际发行规模为 18.39 亿元；债券存续期限为 6 年，转股期限自 2019 年 10 月 16 日至 2025 年 4 月 9 日止。本次债券票面利率第一年为 0.40%、第二年为 0.60%、第三年为 1.00%、第四年为 1.50%、第五年为 2.00%、第六年为 2.50%，按年付息，到期一次还本。

本次发行可转债的募集资金将用于支持未来业务发展，用于投资铝板带生产线升级改造项目，将公司 1+1 热连轧生产线改造为 1+4 热连轧，配套冷轧设备，募集资金 4 月份到位，目前正在进行辅助设备安装、零星改造以及主要设备考察等工作。

根据《募集说明书》相关条款约定，在可转债发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）时，将进行转股价格的调整。根据 2018 年年度股东大会决议通过的分配方案，公司按照扣除 2016 年限制性股票股权激励终止待回购注销股份后的股份数 574,621,415 股为基数进行分配。由于本次分红为差异化分红，每股现金红利指根据总股本调整后计算的每股现金红利，计算公式如下：每股现金红利=参与分配的股本数\*每股分红金额/总股本=574,621,415\*0.2/589,876,415=0.19 元/股，因此计算调整后的转股价为 11.30 元/股。调整后的明泰转债转股价自公司实施 2018 年度利润分配时确定的除息日即 2019 年 6 月 17 日生效。

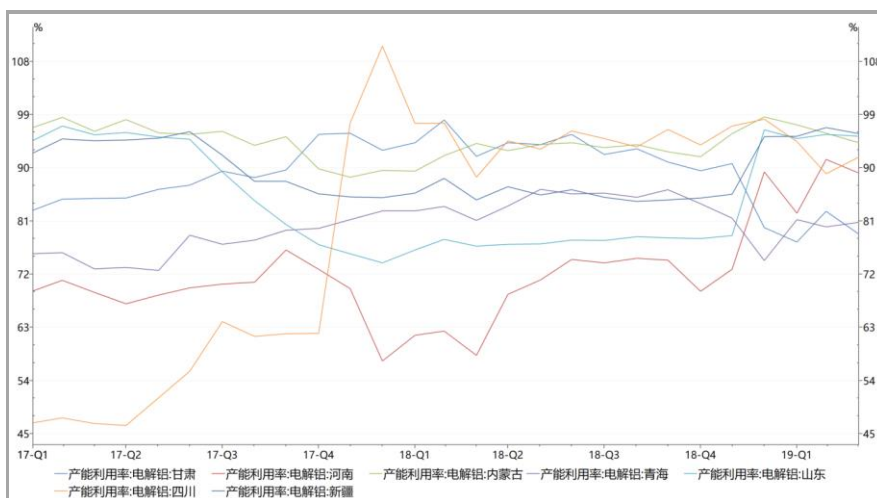
本次债券尚未到首次付息日。

## 三、行业分析

2018 年，电解铝行业继续执行国家环境保护部等十部（委、局）和北京市、河南省等六省（市）于 2017 年 8 月联合印发的《关于印发〈京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案〉的通知》（环大气〔2017〕110 号）的相关规定，通知明确指出要对有色行业优化生产调控，采暖季电解铝厂限产 30%以上，以停产电解槽的数量计；氧化铝企业限产 30%，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。

从去产能情况看，根据阿拉丁数据，2018 年，共计 259.5 万吨的电解铝产能宣布淘汰并进行置换，新增产能 211 万吨；截至 2018 年底，中国电解铝总产能 3,986.3 万吨，同比下降 8.50%，运行产能 3,642.5 万吨，同比增加 1.13%。从产量看，2018 年中国电解铝产量 3,646 万吨，同比下降 0.1%，首次出现年度产量下降。其中产量增加的主要地区是广西、内蒙古两地，产量下降的主要地区是山东、河南、新疆三地。从产能利用率情况看，2018 年以来，区域间分化明显，除四川地区电解铝产能利用率较上年大幅提升、河南及山东地区产能利用率较上年明显下降外，其他地区产能利用率同比变化不大。

图2 2017年以来主要地区电解铝产能利用率情况



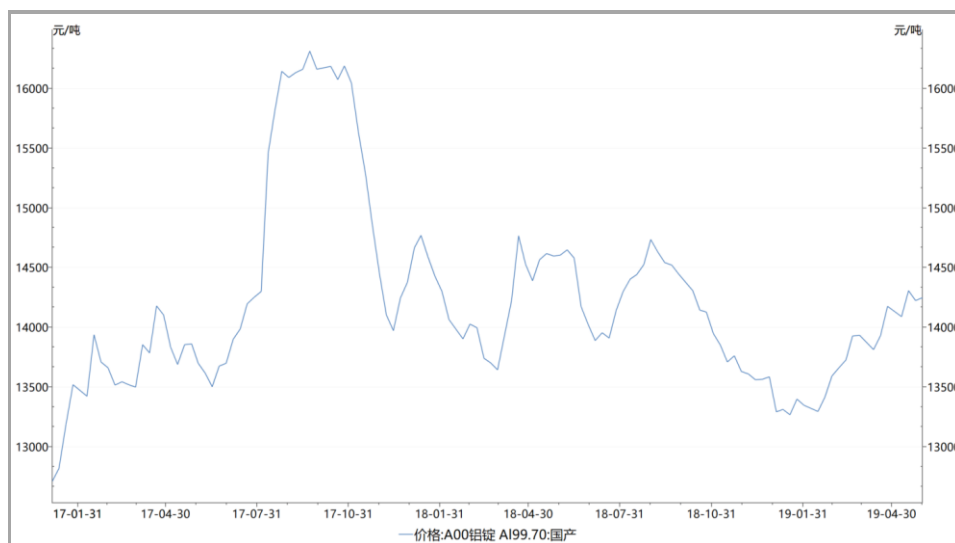
资料来源：Wind

从行业上游原材料看，国产铝土矿方面，2018年国产铝土矿受到环保趋严影响，价格不断上涨。北方地区相比去年不含税价格上涨约30元/吨至450~460元/吨，南方地区上涨约20元/吨至290~330元/吨。由于国产矿价格上涨，造成了供应格局的改变。南矿北运，进口矿补充成为未来供应新常态。就目前来看，虽然北方地区政策有所宽松，部分矿山依旧可开采，但未来环保趋势不可逆，国产矿价格明年预计将维持较高水平。进口矿方面，2018年进口矿价格维稳为主，部分国家由于海运费及政策影响价格小幅调整，整体来说，进口矿价格波动不大且进口铝土矿货源充足，供应相对稳定。

从行业下游来看，铝材的终端消费主要集中在房地产和交通两大行业。房地产方面，2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位，地产行业有所回暖，房地产行业整体呈增长趋势。交通运输方面，根据发改委2016年7月对外发布的《中长期铁路网规划》，到2025年，高速铁路3.8万公里左右，随着高速铁路网建设规模的快速增长，高铁列车需求量也将大幅增长，高铁及城市轨道交通事业的大发展必然带来对轨道车辆及铝型材的巨大市场需求。汽车行业方面，2018年，中国汽车产量2,796.80万辆，同比减少6.59%。

价格方面，2017年以来，受清理整顿违规产能取得实质性进展影响，我国铝市场供需基本面持续向好，国内铝价反弹回升，9月22日达到全年最高价16,314元/吨，较年初上涨28.33%，反弹势头强劲。11月开始，宏桥的采暖季产能和违规产能指标出现重叠，采暖季指标得到豁免，使得整个市场的限产产能不及预期，市场开始关注到基本面中的高库存压力，铝价开始下跌。2018年以来，受俄铝事件扰动及贸易战影响，铝价冲高回落，全年大幅波动，8月之后出现持续下降，2019年2月以来，铝价持续回升。

图3 2017~2019年5月我国铝锭价格走势



资料来源: Wind

行业政策方面,除了持续推进的采暖季限产政策外,2018年12月,工业和信息化部、国家发展改革委发布《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》,要求抑制氧化铝行业盲目扩张,促进氧化铝行业持续健康发展。对氧化铝生产提出了三个重要指标:要以综合回收率在80%以上、综合能耗在380千克标准煤以下、生产1吨氧化铝新水消耗在3吨以下为目标,推动氧化铝行业绿色发展。同时鼓励氧化铝企业之间整合重组。

经过多年的发展,我国铝加工行业逐渐形成较为完善的发展体系,并顺利成为铝材生产和出口大国。目前我国铝加工行业生产结构不尽合理,产品结构失衡、附加值低等问题仍将制约我国铝材行业的发展。在国家及企业的双重努力下,我国铝加工行业以深加工、高附加值为重点的产业升级将继续深化。

总体看,2018年,环保限产等政策持续推进,河南、山东等电解铝主要产能集聚地的产能利用率明显下降;国内铝土矿价格上涨但海外铝土矿价格维持稳定;电解铝价格因供需基本面及贸易战影响而大幅回落,2019年以来,国内铝价持续回升。

#### 四、管理分析

因任期届满,郝明霞女士不再担任公司副总经理职务,将继续担任公司其他职务。截至2019年6月17日,郝明霞女士持有公司股份2,700,000股,离任后会遵守董监高股份转让的有关规定。

因任期届满,乔亚雷先生不再担任公司证券事务代表职务,将继续担任公司其他职务。

因任期届满,独立董事赵引贵先生离任,2018.8.30新聘任宋夏云为独立董事。

2019.6.17,景奇浩先生被新聘任为证券事务代表,

跟踪期内,核心管理团队无重大变更事项,公司相关管理架构、管理制度延续以往模式,公司管理运作正常。



## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2018年，受公司产能规模进一步扩张影响，公司实现营业收入133.22亿元，同比增长28.55%，主要系铝加工板块收入增长所致；实现营业利润6.48亿元，同比增长33.52%；净利润规模5.28亿元，同比增长43.35%。

表1 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

| 主营业务   | 2016年        |               |             | 2017年         |               |             | 2018年         |               |             | 2018年<br>收入变动 | 2018年<br>毛利率<br>变动 |       |
|--------|--------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|---------------|--------------------|-------|
|        | 收入           | 占比            | 毛利率         | 收入            | 占比            | 毛利率         | 收入            | 占比            | 毛利率         |               |                    |       |
| 铝加工板块  | 铝板带          | 63.48         | 86.53       | 7.08          | 89.15         | 86.38       | 7.62          | 103.79        | 84.29       | 8.10          | 16.42              | 0.48  |
|        | 铝箔           | 9.62          | 13.11       | 14.93         | 13.60         | 13.18       | 15.71         | 17.67         | 14.35       | 14.05         | 29.86              | -1.66 |
| 小计     | <b>73.10</b> | <b>99.64</b>  | <b>8.11</b> | <b>102.75</b> | <b>99.56</b>  | <b>8.69</b> | <b>121.46</b> | <b>98.64</b>  | <b>9.08</b> | <b>18.21</b>  | <b>0.39</b>        |       |
| 轨道交通板块 | --           | --            | --          | 0.30          | 0.29          | 7.41        | 1.20          | 0.97          | 22.25       | 304.35        | 14.84              |       |
| 电、汽收入  | 0.27         | 0.37          | 32.29       | 0.15          | 0.15          | 10.62       | 0.47          | 0.38          | 5.41        | 211.55        | -5.21              |       |
| 合计     | <b>73.36</b> | <b>100.00</b> | <b>8.20</b> | <b>103.21</b> | <b>100.00</b> | <b>8.70</b> | <b>123.13</b> | <b>100.00</b> | <b>9.09</b> | <b>19.30</b>  | <b>0.57</b>        |       |

资料来源：公司提供

收入构成方面，2018年，铝加工板块收入同比增长18.21%至121.46亿元，主要系公司年产12.50万吨车用铝合金板项目的主要设备投入运营，产销规模增加所致；其中铝板带实现收入103.79亿元，同比增长16.42%，铝箔实现收入17.67亿元，同比增长29.86%；公司铝加工板块收入占营业收入的比重为98.64%，较上年下降0.92个百分点，主营业务突出。2018年，公司轨道交通板块实现收入1.20亿元，同比增长304.35%，主要系公司“年产2万吨交通用铝型材项目”运行稳定，铝合金轨道车体大批量交货所致。电气板块实现收入0.47亿元，同比增长211.55%，主要系对外供汽增加所致，占比不大。

毛利率方面，2018年，公司铝加工板块毛利率较上年提高0.39个百分点至9.08%，变动不大。轨道交通板块毛利率较上年上升14.84个百分点至22.25%，主要系公司大量先进设备投入运营，提高了生产效率所致。电气板块毛利率较上年下降5.21个百分点至5.41%，主要系公司外购电力增加导致成本增长所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入34.03亿元，同比增长23.13%，主要系公司铝板带箔产销量增加所致；实现营业利润1.92亿元，同比增长2.53%，实现净利润1.48亿元，同比增长6.91%。

总体看，2018年，公司收入规模有所增长，综合毛利率稳步提升，随着新的生产项目投入运营，公司主营业务盈利能力得到提升，公司整体盈利水平大幅增长。

### 2. 铝加工板块

#### (1) 生产制造

2018年，公司产品主要包括铝板带和铝箔等。

在生产模式方面，公司铝加工板块以“以销定产”模式为主，但公司针对不同类型的产品采用不同的生产方式：针对通用半成品、常用产品，采用大批量生产方式；针对不同客户对产品不同成分、不同规格的要求，公司采用多品种、小批量生产方式。

在生产周期方面，由于铝加工企业的产品生产过程需要一定的周期，需承担生产周期内铝价的变动，因此为降低铝价波动风险，公司采取短周期、高流转加工模式，公司铝板带和铝箔平均加工

周期<sup>1</sup>均处于 20~30 天内。

在生产线方面，公司拥有国内首条自行设计的（1+4）热连轧生产线及3,300mm宽幅（1+1）热连轧生产线。截至2018年底，公司已具备12万吨铸轧、80万吨热轧、65万吨冷轧的深加工能力。此外，公司在建工程中包括汽车用铝板带项目及交通用铝型材项目，预计2019年全部投产。

2018年，公司对设备进行电气自动化改造，铝板带箔投产了六辊冷轧机，提升设备生产效率及产能规模，公司铝板带箔产能同比增长21.54%至79万吨；产量76.30万吨，同比增长20.23%，同时公司铝板带箔产能利用率保持较高水平，为96.58%。

表 2 公司铝加工产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

| 产品   | 2016 年 |       |       | 2017 年 |       |       | 2018 年 |       |       |
|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|      | 产能     | 产量    | 产能利用率 | 产能     | 产量    | 产能利用率 | 产能     | 产量    | 产能利用率 |
| 铝板带箔 | 55.00  | 51.47 | 93.58 | 65.00  | 63.46 | 97.63 | 79.00  | 76.30 | 96.58 |

资料来源：公司提供

从生产成本构成来看，公司生产成本主要由直接材料（铝锭、合金和铝型材<sup>2</sup>）、人工费和制造费用（折旧、电力、燃气和物料消耗及其他）构成。其中，直接材料中铝锭占比较大。

2018 年，直接材料中的铝锭成本占比基本保持稳定，占比为 84.92%，较上年提升 1.11 个百分点，变化不大。合金成本占比下降到 2.18%；公司铝型材成本占比增长到 0.57%。2018 年，人工成本占比下降到 1.80%，主要系公司提升设备自动化率，实现减员增效所致。公司折旧成本占比下降到 1.73%；主要系产销量较上年大幅增长，单位折旧较小所致。公司电力成本占比提升到 1.66%，主要系近年来煤炭价格小幅增长所致。公司燃气成本占比增长到 0.70%，占比不大。物料消耗及其他成本占比下降到 6.44%。整体来看，公司成本构成较为稳定。

表 3 公司生产成本构成情况（单位：%）

| 成本类型 |         | 2016 年       | 2017 年       | 2018 年       |
|------|---------|--------------|--------------|--------------|
| 直接材料 | 铝锭      | 82.63        | 83.81        | 84.92        |
|      | 合金      | 2.96         | 3.09         | 2.18         |
|      | 铝型材     | --           | 0.17         | 0.57         |
|      | 小计      | <b>85.60</b> | <b>87.06</b> | <b>87.67</b> |
| 人工费  |         | <b>2.68</b>  | <b>2.15</b>  | <b>1.80</b>  |
| 制造费用 | 折旧      | 2.46         | 2.00         | 1.73         |
|      | 电力      | 2.11         | 1.16         | 1.66         |
|      | 燃气      | 0.49         | 0.49         | 0.70         |
|      | 物料消耗及其他 | 6.65         | 7.14         | 6.44         |
|      | 小计      | <b>11.72</b> | <b>10.79</b> | <b>10.53</b> |

注：数据合计不等于100%主要系小数点后两位四舍五入所致

资料来源：公司提供

总体看，2018年公司设备自动化率有所提升，产能规模小幅增长，且产能利用率保持较高水平。随着汽车用铝板带及交通用铝型材的逐步投产，公司整体产能规模有望进一步提升。

<sup>1</sup> 从半成品坯料到成品的平均加工周期

<sup>2</sup> 铝型材用于轨道交通板块

(2) 原材料采购

2018年，公司主要原材料为铝锭。

在采购模式方面，公司采用“以产定购”的采购方式，根据客户订单及生产经营计划采用持续分批量的形式向供应商采购。同时，公司为控制铝价波动风险，采取低库存模式，库存满足大概2天的生产需求。

在供应商方面，公司与具有较强规模和经济实力的铝锭供应商签订长期采购协议，例如万基控股集团有限公司、伊川电力集团总公司和新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司等。

在采购定价方面，公司铝锭采购价格以上海长江现货铝平均价格为基准，同时根据长期采购协议确定采购价格。

2018年，随着公司产能的扩大，公司铝锭采购量由去年的64.85万吨大幅增长到83.99万吨，同比增长29.51%。公司铝锭采购均价由14,545.28元/吨降低到14,085.85元/吨，采购价格与铝价变动趋势一致。

表4 公司主要原材料采购情况 (单位: 万吨、元/吨)

| 名称 | 项目   | 2016年     | 2017年     | 2018年     |
|----|------|-----------|-----------|-----------|
| 铝锭 | 采购量  | 52.13     | 64.85     | 83.99     |
|    | 采购价格 | 12,650.12 | 14,545.28 | 14,085.85 |

资料来源: 公司提供

公司原材料主要来源于生产能力和经济实力较强的铝锭供应商，2018年，公司供应商较为稳定，前五大供应商采购金额为53.09亿元，集中度为57.21%，较上年增长上升1.14个百分点，处较高水平，但由于公司地处铝锭产能集中区，部分主要供应商变动对公司产生原料供应风险的可能性较低。

表5 公司原材料前五大供应商情况 (单位: 万元、%)

| 年份    | 采购客户 | 采购金额              | 采购额占比        | 采购原材料类型 | 是否为关联方 |
|-------|------|-------------------|--------------|---------|--------|
| 2016年 | 供应商一 | 107,190.18        | 16.32        | 铝锭、轧卷   | 否      |
|       | 供应商二 | 103,726.67        | 15.80        | 铝锭      | 否      |
|       | 供应商三 | 97,180.62         | 14.80        | 铝锭、板锭   | 否      |
|       | 供应商四 | 81,157.23         | 12.36        | 铝锭      | 否      |
|       | 供应商五 | 53,706.34         | 8.18         | 铝锭      | 否      |
|       | 合计   | <b>442,961.04</b> | <b>67.45</b> | --      | --     |
| 2017年 | 供应商一 | 162,781.12        | 17.79        | 铝锭、板锭   | 否      |
|       | 供应商二 | 124,766.93        | 13.64        | 铝锭      | 否      |
|       | 供应商三 | 112,340.38        | 12.28        | 铝锭      | 否      |
|       | 供应商四 | 58,786.40         | 6.42         | 轧卷      | 否      |
|       | 供应商五 | 54,402.68         | 5.95         | 铝锭      | 否      |
|       | 合计   | <b>513,077.51</b> | <b>56.07</b> | --      | --     |
| 2018年 | 供应商一 | 174,755.85        | 18.83        | 铝锭、板锭   | 否      |
|       | 供应商二 | 125,375.34        | 13.51        | 铝锭      | 否      |
|       | 供应商三 | 82,588.45         | 8.90         | 铝锭      | 否      |
|       | 供应商四 | 81,570.59         | 8.79         | 废料      | 否      |
|       | 供应商五 | 66,610.24         | 7.18         | 铝锭      | 否      |
|       | 合计   | <b>530,900.48</b> | <b>57.21</b> | --      | --     |

资料来源: 公司提供

在采购结算方面，公司多采用现款现货方式，主要以现汇（电汇、汇票）为主、银行承兑汇票为辅。

总体看，2018年，随着公司产能规模的扩大，公司铝锭采购量稳步增长，采购价格有所下降；公司与主要供应商合作关系稳定，单一供应商变动对公司原材料供应稳定性的影响较小。

### （3）产品销售

2018年，公司主要产品为铝板带和铝箔，包括印刷铝版基、合金板、复合铝板带箔、电子箔、包装箔、其他板带箔材等，公司产品广泛用于印刷制版、电子家电、电力设施、建筑装饰、交通运输、食品和医药包装、汽车制造等领域。

在销售模式方面，由于公司产品的下游行业及企业众多且规模相对较小，公司产品销售包括经销和直销模式，其中以经销模式为主。

在销售定价方面，公司产品销售采取“铝锭价格+加工费”的定价原则，加工费根据产品性能和市场供求等因素确定。公司目前主要采用的产品定价方式为：对于国内销售的产品，主要采用“发货当天上海长江现货铝平均价格+加工费”确定；对于出口产品，主要采用“发货日前一个月的伦敦金属交易所市场现货铝均价+加工费”确定。

在销售区域方面，2018，公司产品销售以国内为主，占比70.70%，较2017年提升0.70个百分点，主要集中在中原地区、长江三角洲和珠江三角洲，国外销售占比29.30%，主要集中在北美、欧洲、澳洲、东南亚和东亚，均采用直销和经销并行方式。

受美国2018年4月开始实施的加征关税政策以及双反调查的影响，公司对美国的出口收入急剧下降。但铝加工生产线建设具有投资大、回报周期长的特点，短期内全球产能尚不能大幅提高，部分国家借中美贸易纠纷之际，加大了对美国的出口，导致上述地区内的产品供应出现缺口，公司采取了积极有效的应对措施，抓住上述地区出现的市场机会，加大了对加拿大、澳大利亚、欧洲等市场的开拓力度，抢占上述区域市场，减少了美国市场的不利影响，分散公司的经营风险。

2018年，公司主要产品铝板带箔的销量由上年的63.46万吨增长到75.78万吨，同比增长19.41%，价格由上年的16,139.10元/吨增长到16,247.84元/吨。公司各类产品产销率维持在较高水平，与公司订单式生产模式相符。

表6 公司主要产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

| 产品   | 2016年 |       |           | 2017年 |        |           | 2018年 |       |           |
|------|-------|-------|-----------|-------|--------|-----------|-------|-------|-----------|
|      | 销量    | 产销率   | 均价        | 销量    | 产销率    | 均价        | 销量    | 产销率   | 均价        |
| 铝板带箔 | 51.47 | 99.28 | 14,304.28 | 63.46 | 100.33 | 16,139.10 | 75.78 | 99.32 | 16,247.84 |

资料来源：公司提供

在销售结算方式方面，2018年公司国内销售的结算方式主要以现汇（电汇、汇票）为主、银行承兑汇票为辅，出口结算方式主要以现汇为主。账期方面，公司对25%的客户采取款到发货的结算模式，75%客户执行货到后1个月内付款的方式结算。其中，执行货到后1个月内付款的方式结算的客户主要为合作三年以上的固定客户，或者客户为所在行业的国有企业、上市企业、大型企业等。

公司下游客户中跨国公司和贸易公司占比较大，合作关系较为稳定。2018年，公司前五大客户的销售额合计147,064.58万元，占比为11.03%，集中度较上年大幅降低。

表 7 公司销售前五大客户情况 (单位: 万元、%)

| 年份     | 销售客户 | 销售金额       | 销售额占比 | 销售产品类型 | 是否关联方 |
|--------|------|------------|-------|--------|-------|
| 2016 年 | 客户一  | 91,065.65  | 12.41 | 铝板带、箔  | 否     |
|        | 客户二  | 46,791.19  | 6.38  | 铝板带    | 否     |
|        | 客户三  | 21,120.11  | 2.88  | 铝板带、箔  | 否     |
|        | 客户四  | 18,073.49  | 2.46  | 铝板带、箔  | 否     |
|        | 客户五  | 11,024.35  | 1.50  | 铝板带、箔  | 否     |
|        | 合计   | 188,074.79 | 25.64 | --     | --    |
| 2017 年 | 客户一  | 134,521.86 | 13.03 | 铝板带箔   | 否     |
|        | 客户二  | 31,612.72  | 3.06  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 客户三  | 31,473.20  | 3.05  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 客户四  | 27,092.84  | 2.63  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 客户五  | 16,126.10  | 1.56  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 合计   | 240,826.72 | 23.33 | --     | --    |
| 2018 年 | 客户一  | 48,930.27  | 3.67  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 客户二  | 36,153.48  | 2.71  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 客户三  | 23,826.87  | 1.79  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 客户四  | 20,528.77  | 1.54  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 客户五  | 17,625.20  | 1.32  | 铝板带箔   | 否     |
|        | 合计   | 147,064.58 | 11.03 | --     | --    |

资料来源: 公司提供

总体看, 2018年, 公司铝材仍以订单模式生产, 产销率高, 客户主要为跨国公司和贸易公司, 合作关系稳定, 销售集中度大幅下降; 受公司新生产线投产后产能增加的影响, 公司产品销量呈上涨趋势。

### 3、轨道交通板块

2018 年, 公司轨道交通板块实现收入 1.20 亿元, 占营业收入比重提升至 0.97%。公司通过与中国中车股份有限公司合作, 进入到轨道交通用铝型材领域, 目前已经完成了焊接生产线的投资, 公司“年产两万吨交通用铝型材项目”焊合生产线已形成轨道车体加工能力, 2018 年度交付铝合金轨道车体 140 余节。该项目挤压生产线中的德国西马克 82MN 及 60MN 挤压机已安装完成进行试机生产, 125MN 挤压机正在安装, 预计 2019 年可以全部投产。挤压机投产后将为轨道车体生产提供所需原材料, 提高轨道车体利润率。

在设备先进性方面, 公司车体生产线主要设备分别引进奥地利 IGM 公司生产的工业机器人以及德国 FOOK 公司五轴五联动铝合金龙门加工中心。交通用铝型材项目的挤压生产线配置设备为 IAS 感应加热炉、德国西马克挤压机和意大利欧玛福辅机。

总体看, 公司轨道交通板块陆续投产并交付车体, 公司车体生产线主要设备较为先进, 公司轨道交通板块储备订单较为充足, 未来随着轨道交通市场需求的扩大, 公司该板块的市场竞争力将有所增强。

### 4. 在建工程

截至2019年3月底, 公司主要在建项目规划总投资为51.63亿元, 已经累计投入19.08亿元, 占预计总投资额的36.96%, 未来计划投资32.55亿元, 其中, “明泰转债”已募集资金18.39亿元, 剩余计

划投资部分拟通过自有资金和银行借款筹集。

在建项目情况方面，公司 12.5 万吨汽车用铝板带项目以及年产 2 万吨交通用铝型材项目，总投资额为 17.94 亿元。其中，交通用铝型材项目建设内容主要为建设一条车体生产线和三条铝型材生产线，第一条挤压生产线已于 2018 年上半年安装调试完毕，具备铝型材生产能力；汽车用铝板带项目建设内容为 2800mmCVC 六辊冷轧机及立体化智能管理仓库安装完成投入运营。项目建成后，可直接形成交通用铝型材 2 万吨/年、轿车车身外板用铝合金带材 8 万吨/年和轿车车身内板用铝合金冷轧卷 4.50 万吨。公司已通过可转债募集资金 18.39 亿元，用于相关铝板带生产线升级改造项目，募集资金 4 月份到位，目前正在进行辅助设备安装、零星改造以及主要设备考察等工作。

表 8 截至 2019 年 3 月底公司在建工程情况（单位：亿元）

| 类别 | 名称              | 开工时间        | 预算总额         | 已投资金额        | 2019 年下半年计划投资总额 | 2020 年计划投资总额 |
|----|-----------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|
| 在建 | 12.5 万吨车用铝合金板项目 | 2017 年 02 月 | 10.71        | 6.87         | 1.04            | 2.80         |
|    | 电子材料产业园项目       | 2016 年 12 月 | 6.49         | 4.10         | 1.00            | 1.40         |
|    | 年产 2 万吨交通用铝型材项目 | 2015 年 10 月 | 7.23         | 7.75         | 0.50            |              |
|    | 铝板带生产线升级改造项目    | 2019 年 05 月 | 27.20        | --           | 4.00            | 8.00         |
| 合计 |                 |             | <b>51.63</b> | <b>18.72</b> | <b>6.54</b>     | <b>12.20</b> |

资料来源：公司提供

总体看，随着公司汽车用铝板带项目以及交通用铝型材项目稳步推进，公司将进一步提升产品结构，提升盈利能力。公司主要在建项目所需投入已通过募集资金到位，剩余资金通过银行借款和自有资金筹集，整体筹资压力不大。

#### 5. 经营效率

2018 年，公司的应收账款周转率由上年的 22.27 次降低至 21.33 次，变化不大；公司存货周转次数由上年的 8.53 次提高至 9.40 次，主要系公司产能大幅扩张，营业成本快速增长所致；公司总资产周转次数由上年的 1.42 次提高至 1.48 次，主要系公司产能大幅扩张，营业收入快速增长所致。

与同行业上市公司相比，2018 年公司主要经营效率指标处行业中游水平。

表 9 2018 年同类上市公司经营效率指标情况（单位：次）

| 证券简称        | 存货周转率       | 应收账款周转率      | 总资产周转率      |
|-------------|-------------|--------------|-------------|
| 南山铝业        | 3.41        | 9.59         | 0.41        |
| 宁波富邦        | 7.73        | 35.83        | 1.21        |
| 万邦德         | 29.05       | 63.90        | 5.80        |
| 东阳光         | 5.16        | 6.75         | 0.71        |
| 宏创控股        | 12.60       | 6.08         | 1.10        |
| <b>明泰铝业</b> | <b>9.41</b> | <b>21.33</b> | <b>1.48</b> |

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数。

资料来源：Wind

总体看，2018 年，公司运营指标有所提高，整体运营效率处于行业中游水平。

## 6. 经营关注

### (1) 汇率波动及贸易摩擦的风险

近几年，公司在海外市场收入以及海外市场收入占比较为稳定，同时公司海外市场均以美元、欧元等币种结算。目前，人民币汇率呈现震荡趋势，汇率波动对公司海外收入存在一定影响。同时，中美贸易战的持续将对公司对外贸易产生一定不利影响。

### (2) 业务相对单一

从产业链层面看，公司目前主营业务收入来源于铝加工业务，业务较为单一，同时由于公司营业收入、盈利稳定性受铝价波动影响较大，公司抗风险能力有待加强。

### (3) 安全环保风险

随着环保政策趋严，公司自备电厂、铝加工生产过程涉及“三废”处理，可能存在一定的环保风险。

### (4) 公司开拓客户难度加大

由于汽车用铝板带和交通用铝型材产品需根据客户要求而特殊定制，从研发到量产的周期较长，随着公司在建工程逐步投产，未来公司存在一定开拓客户难度加大的风险，对公司经营业务产生一定影响。

## 7. 未来发展

公司自成立以来一直专注于铝板带箔加工，未来将重点围绕推进公司项目建设实现公司业务转型升级，同时利用资本市场平台积极谋求完善公司产业链两方面开展工作，逐步实现从传统加工企业向高端装备制造企业转型升级。

公司目前重点布局进军交通运输用铝、汽车轻量化用铝领域，重点实施了“高精度交通用铝板带项目”、“年产两万吨交通用铝型材项目”及“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”。同时公司与珠海市瑞展资产管理有限公司合作成立铝产业升级并购基金，提升公司产业整合能力，储备和培育产业链上下游优质项目资源，围绕既定的战略布局及发展方向加快推进公司产业发展战略，促进公司实现快速、规模化的可持续发展。

总体看，公司推进项目建设实现公司转型升级，总体发展计划及目标明确，符合公司自身和当前经济及行业发展的需求，可行性较强。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的最新企业会计准则编制财务报表。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 9 家，较年初增加合并单位 1 家，减少合并单位 1 家；截至 2019 年 3 月底，合并范围较年初无变化。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，合并范围变化不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 93.36 亿元，负债合计 32.43 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）60.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 59.34 亿元。2018 年，公司实现营业收入 133.22 亿元，净利润（含少数股东损益）5.28 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为 4.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.30 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.53 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 94.21 亿元，负债合计 31.80 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）62.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 60.77 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.03 亿元，净利润（含少数股东损益）1.48 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为 1.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.24 亿元。

## 2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 93.36 亿元，较年初增长 8.03%，主要系流动资产增长所致；公司总资产中流动资产占 60.19%，非流动资产占 39.81%，公司资产仍以流动资产为主。

### （1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 56.19 亿元，较年初增长 9.24%，主要系应付票据和预付款项增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 22.06%）、应收票据（占 14.54%）、应收账款（占 11.28%）、预付款项（占 16.21%）、存货（占 23.48%）和其他流动资产（占 10.82%）等构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 12.40 亿元，较年初增长 5.00%，主要系随着公司业务规模的扩大，公司各类保证金规模增加所致；其中使用受限货币资金 7.14 亿元（占货币资金的 57.58%），主要为存出投资款、银行承兑汇票保证金、信用证保证金及保函保证金等。公司货币资金受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收票据 8.17 亿元，较年初增长 43.93%，其中银行承兑票据 7.91 亿元，占 96.82%，商业承兑票据 0.26 亿元，占 3.18%；受限应收票据金额 0.46 亿元，主要为银行承兑票据质押，受限比例不高。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 6.34 亿元，较年初增长 2.96%，计提坏账准备 0.33 亿元，其中单项金额计提坏账准备的应收账款占 0.83%，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 99.17%；公司账龄在一年以内（包括一年）的应收账款占 97.13%，账龄较短。截至 2018 年底，前五名应收账款欠款方余额合计 1.14 亿元，占总额的比重为 17.15%，集中度不高。

截至 2018 年底，公司预付款项 9.11 亿元，较年初增长 100.09%，主要系公司为获得采购价格优惠预付铝锭款所致。公司预付款项账龄集中在 1 年以内的占 99.84%；前五名余额合计 7.88 亿元，占当年底预付款项总额的 86.49%，集中度较高。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 13.19 亿元，较年初增加 4.59%，主要系原材料和库存商品增加所致；其中原材料占 13.65%，在产品占 34.50%，库存商品占 27.60%，发出商品占 22.82%；计提跌价准备 0.11 亿元。考虑到铝价波动较大，公司存货存在一定跌价的风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 6.08 亿元，较年初减少 42.41%，主要系购买理财产品减少所致。公司其他流动资产主要为购买的理财产品和增值税待抵扣进项税。

### （2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 37.16 亿元，较年初增长 6.25%，主要系固定资产和在建工程增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.21%）、固定资产（占 61.28%）和在建工程（占 20.71%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 3.05 亿元，与年初持平，主要为对明泰瑞展（珠海）并购股权投资基金（有限合伙）的投资 2.00 亿元、郑州中车四方轨道车辆有限公司投资 1.00 亿元和对河南巩义农村商业银行投资 0.50 亿元。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 22.77 亿元，较年初增长 22.72%，主要系铝合金板技术生产线改造项目和年产 8 万吨中厚板改扩建项目等在建工程完工转入所致；公司固定资产仍以房屋



及建筑物（占 28.72%）和机器设备（占 69.87%）为主；累计计提折旧 18.32 亿元，固定资产成新率为 55.41%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司在建工程 7.70 亿元，较年初增长 37.19%，主要系 12.5 万吨车用铝合金板项目账面价值大幅增长所致；其构成以 12.5 万吨车用铝合金板项目（占 44.03%）和 2 万吨交通用铝型材项目（占 44.94%）为主。

截至 2018 年底，公司全部受限资产合计 7.60 亿元，占公司同期资产总额的 8.14%，占比不高。公司受限资产主要为作为保证金的货币资金。

表 10 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

| 项目   | 期末账面价值 | 占总资产比重 | 受限原因         |
|------|--------|--------|--------------|
| 货币资金 | 7.14   | 93.95  | 保证金          |
| 应收票据 | 0.46   | 6.05   | 应收票据质押取得应付票据 |
| 合计   | 7.60   | 100.00 | --           |

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司总资产 94.21 亿元，较年初增长 0.91%；其中流动资产占 62.61%，非流动资产占 37.39%。资产构成较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司资产总额稳步增长，以流动资产为主。流动资产中，货币资金使用受限比重较高，应收账款、预付款项和存货规模较大，对公司资金形成一定占用；公司固定资产成新率不高，公司现阶段在进行生产线改造和新增产能的投建，未来资产质量有望提升。

### 3. 负债和所有者权益

#### (1) 负债

截至 2018 年底，公司负债合计 32.43 亿元，较年初小幅增长 3.84%。其中流动负债占 88.63%，非流动负债占 11.37%，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 28.74 亿元，较年初减少 7.36%，主要系短期借款和其他应付款减少所致；公司流动负债以短期借款（占 15.86%）、应付票据（占 55.62%）和应付账款（占 15.87%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 4.56 亿元，较年初减少 29.92%，主要系公司信用借款减少所致，公司短期借款以质押借款（占 2.63%）和信用借款（占 97.37%）为主。公司应付票据 15.99 亿元，较年初增长 15.97%，主要系经营规模扩大所致；应付账款 4.56 亿元，较年初增长 17.87%，主要系公司经营规模扩大所致。公司其他应付款 1.08 亿元，较年初减少 73.91%，公司其他应付款主要为结算期和保证期内的暂收款。

截至 2018 年底，公司非流动负债 3.69 亿元，较年初大幅增长 17.28 倍，主要系长期借款、递延所得税负债和递延收益增加所致；公司非流动负债以长期借款（占 81.37%）、递延所得税负债（占 6.93%）和递延收益（占 11.71%）为主。

截至 2017 年底，公司无长期借款；截至 2018 年底，公司新增长期借款 3.00 亿元，主要为信用借款；公司长期借款已于 2019 年 5 月 10 日全部还清。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 0.26 亿元，较年初增长 228.42%；公司递延收益为 0.43 亿元，较年初增长 248.12%。

截至 2018 年底，公司全部债务 24.62 亿元，较年初增长 0.77%，其中短期债务占 87.82%，长期债务占 12.18%，以短期债务为主。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 34.74%、28.78%和 4.69%，分别较年初降低 1.41 个百分点、1.91 个百分点和提高 4.69 个百分点，公司债务负担有所减轻，但债务结构有待优化。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 31.80 亿元，较年初减少 1.93%，主要系流动负债减少所致；其中流动负债占 88.49%，非流动负债占 11.51%。截至 2019 年 3 月底，公司流动负债 28.14 亿元，较年初减少 2.08%，主要系短期借款减少所致；非流动负债合计 3.66 亿元，较年初减少 0.74%，主要系其他非流动负债减少所致。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 24.33 亿元，较年初减少 1.20%，主要系短期债务减少所致。其中短期债务占 87.67%，长期债务占 12.33%，以短期债务为主。

总体看，2018 年，公司债务结构有所优化，短期债务占比有所下降，但仍以短期债务为主，面临一定的集中偿债压力。

#### (2) 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 60.93 亿元，较年初增长 10.40%，主要系公司未分配利润增长所致；归属于母公司所有者权益 59.34 亿元，其中股本 5.90 亿元（占 9.94%）、资本公积 34.97 亿元（占 58.93%）、盈余公积 1.74 亿元（占 2.92%）、未分配利润 17.96 亿元（占 30.27%），资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 62.41 亿元，较年初增长 2.43%，主要系公司未分配利润增长所致。其中归属于母公司所有者权益为 60.77 亿元，结构较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，所有者权益结构稳定较强。

#### 4. 盈利能力

2018 年，公司当年实现营业收入 133.22 亿元，同比增长 28.55%；营业利润 6.48 亿元，同比增长 33.52%；净利润 5.28 亿元，较年初增长 43.35%，主要系公司大量先进设备投入运营，提高了生产效率导致收入和盈利水平增加所致。

从期间费用看，2018 年公司期间费用总额为 5.99 亿元，同比增长 47.42%，主要系销售费用及研发费用增长所致；公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为 41.56%、24.68%、10.26%和 23.51%，其中销售费用 2.49 亿元，同比增长 25.65%，主要系铝深加工产品销售运费增加所致；管理费用 1.48 亿元，同比增长 12.28%，主要系公司宣传咨询费用增长所致；研发费用 1.41 亿元，同比增长 126.66%，主要系新项目投产后研发投入增长所致；财务费用 0.61 亿元，同比大幅增长 325.64%，主要系本期利息支出增加及汇兑损失增加所致；2018 年公司费用收入比为 3.44%，较 2017 年上升 0.12 个百分点，费用控制能力仍然很强。

非经常性损益方面，2018 年，公司资产减值损失由上年的 0.09 亿元转为-0.11 亿元，主要系本期其他应收款转回坏账准备所致；投资收益由上年的-0.05 转为 0.36 亿元，主要系金融资产持有期间的投资收益和理财产品收益增长所致。公司非经常性损益对利润总额的影响较小。

盈利指标方面，受公司综合毛利率增加的影响，公司各项盈利指标均有所上升，总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别较上年上升 1.31 个百分点、1.15 个百分点和 1.42 个百分点至 6.90%、7.74%和 9.09%。

表 11 2018 年同类上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

| 证券简称 | 净资产收益率 | 总资产报酬率 | 销售毛利率 |
|------|--------|--------|-------|
| 南山铝业 | 4.05   | 4.29   | 17.38 |

|             |             |             |             |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 宁波富邦        | -25.86      | -3.09       | 3.56        |
| 万邦德         | 5.77        | 6.70        | 3.64        |
| 东阳光         | 19.65       | 13.11       | 35.15       |
| 宏创控股        | 0.69        | 0.66        | 2.98        |
| <b>明泰铝业</b> | <b>8.79</b> | <b>7.55</b> | <b>8.81</b> |

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

资料来源：Wind

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.03 亿元，同比增长 23.13%，主要系铝板带和铝箔产销量进一步增长所致；实现营业利润 1.92 亿元，同比增长 2.53%；实现净利润 1.48 亿元，同比增长 9.27%。

总体看，2018 年，受公司铝板带和铝箔产销量增加以及先进设备投产的影响，公司营业收入和盈利能力明显提升。

## 5. 现金流

从经营活动看，2018 年公司经营活动现金流入为 81.19 亿元，同比增长 36.49%，主要系公司铝制品销量增加所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金 76.58 亿元，同比增长 38.27%；2018 年，公司经营活动现金流出为 80.88 亿元，同比增长 29.86%；公司经营净现金流由上年的-2.81 亿元转为 0.30 亿元，由负转正，主要系随着产销量增大，公司销售商品收到的现金增加所致。2018 年，公司现金收入比为 57.49%，较上年的 53.44% 提升了 4.04 个百分点，收入实现质量较差。公司使用票据规模较大，若考虑年内背书或贴现的应收票据，公司现金收入比仍处于一般水平，主要系公司作为铝材加工企业，在铝产业链上整体议价能力较弱，被下游客户占款较多所致。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 53.68 亿元，同比增长 33.82%，主要系赎回理财产品收到的现金增加所致。2018 年公司投资活动现金流出 51.72 亿元，同比增长 4.80%，变动不大。公司投资活动现金流净额由上年的-9.23 亿元转为 1.96 亿元。

从筹资活动来看，2018 年公司筹资活动现金流入 12.28 亿元，同比减少 30.68%，主要系公司银行借款减少所致；筹资活动现金流出 15.18 亿元，同比增长 288.82%，主要系公司偿还债务增加所致。公司筹资活动现金流净额由上年的 13.85 亿元转为-2.90 亿元，由正转负。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生现金净流出 5.56 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致，投资活动产生现金净流入 2.73 亿元，筹资活动产生现金净流入 2.64 亿元。

总体看，2018 年，随着新项目投产，公司整体经营向好，经营活动现金呈现净流入，但由于下游占款严重，公司获现能力较弱。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于公司流动负债规模减少和流动资产规模的增加，公司流动比率由年初的 1.66 倍提升至 1.96 倍；公司速动比率由年初的 1.25 倍增至 1.50 倍。公司现金短期债务比由年初的 0.72 倍升至 0.96 倍，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2018 年公司 EBITDA 由上年的 7.11 亿元增长至 9.65 亿元；其中，折旧 2.61 亿元（占 27.08%）、摊销 0.08 亿元（占 0.80%）、计入财务费用的利息支出 0.42 亿元（占 4.33%）、利润总额 6.54 亿元（占 67.79%）。EBITDA 利息倍数由上年的 151.09 倍降至 23.12 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.29 倍提升至 0.39 倍，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

截至 2018 年底，公司在各银行申请的授信总额为 33.06 亿元，其中已使用授信额度 15.61 亿元。公司为上交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1041018100017820H），截至 2019 年 5 月 17 日，未还清债务中无不良或关注类笔数，已还清债务中有 5 笔欠息记录，涉及金额 64.46 万元，主要系与银行沟通不畅，目前均已结清。

总体看，2018 年，公司短期偿债能力和长期偿债能力均较强；公司为上交所上市公司，具备直接融资渠道，考虑公司现金设备的投产和后续产能的逐步释放，公司整体偿债能力很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 13.37 亿元，约为“明泰转债”本金（18.39 亿元）的 0.73 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 62.41 亿元，约为债券本金（18.39 亿元）的 3.39 倍，公司的净资产能够对“明泰转债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 9.65 亿元，约为债券本金（18.39 亿元）的 0.52 倍，公司 EBITDA 对“明泰转债”的覆盖程度较高。从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 81.19 亿元，约为债券本金（18.39 亿元）的 4.41 倍，经营活动产生的现金流量净额 0.30 亿元，约为债券本金（18.39 亿元）的 0.02 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

“明泰转债”尚未进入转股期，公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款有利于促进债券持有人实施转股。考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、产品种类、技术水平等方面所具备的综合优势，以及本次债券存在转股可能等因素，联合评级认为，公司对本报告跟踪债券的偿还能力很强。

## 八、综合评价

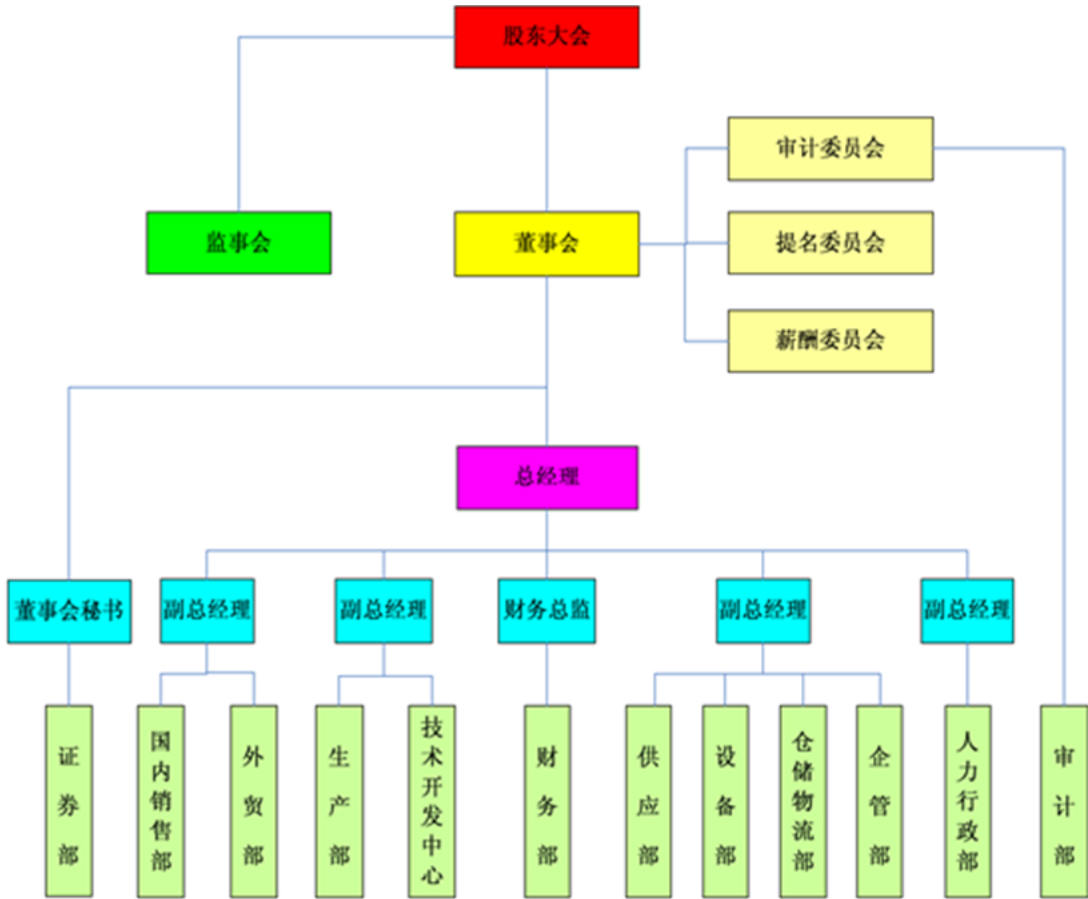
2018 年，公司作为铝深加工企业，产能利用率及产销率保持在较高水平，收入规模和盈利水平持续提高，债务规模保持在较低水平。随着先进设备的投产，公司在行业地位、产销规模、产品种类等方面仍将保持综合竞争优势。同时，联合评级也关注到铝加工行业竞争激烈、国内环保监管趋严、公司盈利状况受铝锭价格波动影响较大、公司短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新项目的持续投产，公司产品结构将明显改善，市场竞争地位将更加稳固，公司经营状况将保持良好。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“明泰转债”债项信用等级为“AA”。

### 附件 1 河南明泰铝业股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 河南明泰铝业股份有限公司 主要财务指标

| 项目                | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元)         | 59.49  | 86.42  | 93.36  | 94.21      |
| 所有者权益 (亿元)        | 40.74  | 55.19  | 60.93  | 62.41      |
| 短期债务 (亿元)         | 13.23  | 24.43  | 21.62  | 21.33      |
| 长期债务 (亿元)         | 0.00   | 0.00   | 3.00   | 3.00       |
| 全部债务 (亿元)         | 13.23  | 24.43  | 24.62  | 24.33      |
| 营业收入 (亿元)         | 74.79  | 103.63 | 133.22 | 34.03      |
| 净利润 (亿元)          | 2.88   | 3.68   | 5.28   | 1.48       |
| EBITDA (亿元)       | 5.55   | 7.11   | 9.65   | --         |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 0.70   | -2.81  | 0.30   | -5.56      |
| 应收账款周转次数 (次)      | 26.65  | 22.27  | 21.33  | --         |
| 存货周转次数 (次)        | 7.43   | 8.51   | 9.40   | --         |
| 总资产周转次数 (次)       | 2.51   | 1.42   | 1.48   | --         |
| 现金收入比率 (%)        | 70.95  | 53.44  | 57.49  | 54.45      |
| 总资本收益率 (%)        | 8.28   | 5.58   | 6.90   | --         |
| 总资产报酬率 (%)        | 12.49  | 6.60   | 7.74   | --         |
| 净资产收益率 (%)        | 12.84  | 7.68   | 9.09   | 2.40       |
| 营业利润率 (%)         | 8.12   | 8.68   | 8.54   | 10.51      |
| 费用收入比 (%)         | 3.57   | 3.32   | 3.44   | 2.70       |
| 资产负债率 (%)         | 31.51  | 36.14  | 34.74  | 33.76      |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 24.51  | 30.69  | 28.78  | 28.05      |
| 长期债务资本化比率 (%)     | 0.00   | 0.00   | 4.69   | 4.59       |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 123.60 | 151.09 | 23.12  | --         |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.42   | 0.29   | 0.39   | --         |
| 流动比率 (倍)          | 1.92   | 1.66   | 1.96   | 2.10       |
| 速动比率 (倍)          | 1.40   | 1.25   | 1.50   | 1.60       |
| 现金短期债务比 (倍)       | 1.09   | 0.72   | 0.96   | 0.63       |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | 3.77   | -9.05  | 1.05   | -19.75     |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.30   | 0.39   | 0.52   | --         |

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径。3、2016~2018 年其他应付款已计入短期债务。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式  |
|-------------------|---|
| <b>增长指标</b>       |   |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |   |
| 应收账款周转次数          | 营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]  |
| 存货周转次数            | 营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额) /2]  |
| 总资产周转次数           | 营业收入/[ (期初总资产+期末总资产) /2]  |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%  |
| <b>盈利指标</b>       |   |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%                               |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%   |
| 净资产收益率            | 净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%  |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%  |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%  |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%   |
| <b>财务构成指标</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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)  |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA/全部债务   |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额/全部债务   |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务  |
| <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   |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货)/流动负债合计  |
| 现金短期债务比           | 现金类资产/短期债务  |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%  |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)  |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| <b>本次债券偿债能力</b>   |   |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA/本次债券到期偿还额  |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额  |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额  |

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。