

信用等级公告

联合[2018]1760号

江苏鼎胜新能源材料股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对江苏鼎胜新能源材料股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

江苏鼎胜新能源材料股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

江苏鼎胜新能源材料股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年九月三十一日

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>

江苏鼎胜新能源材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币12.54亿元（含）

债券期限：6年

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

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018年9月21日

主要财务数据：

项目	2015年	2016年	2017年	18年6月
资产总额（亿元）	76.16	80.53	80.64	90.59
所有者权益（亿元）	18.10	21.46	23.88	32.52
长期债务（亿元）	3.03	8.01	5.72	10.00
全部债务（亿元）	49.42	50.48	49.46	49.87
营业收入（亿元）	64.18	70.89	92.00	51.19
净利润（亿元）	1.65	3.38	2.80	1.05
EBITDA（亿元）	5.23	7.14	7.26	--
经营性净现金流（亿元）	7.27	-4.12	-0.59	-2.35
营业利润率（%）	9.45	11.20	9.43	8.51
净资产收益率（%）	10.27	17.10	12.34	3.74
资产负债率（%）	76.24	73.35	70.38	64.11
全部债务资本化比率（%）	73.20	70.17	67.44	60.53
流动比率（倍）	0.90	1.00	0.95	1.20
EBITDA全部债务比（倍）	0.11	0.14	0.15	--
EBITDA利息倍数（倍）	3.25	5.93	4.11	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.42	0.57	0.58	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2018年1~6月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4、公司长期应付款中的应付融资租赁费已计入长期债务核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对江苏鼎胜新能源材料股份有限公司（以下简称“公司”或“鼎胜新材”）的评级反映了公司作为国内铝压延加工行业的龙头企业，在行业地位、产能规模、客户质量和技术水平等方面具有的综合竞争优势。近年来，受益于下游行业需求增长，公司收入规模和资产规模保持稳定增长。2018年4月，公司完成首次公开发行股票，资本实力和整体抗风险能力得到增强。同时，联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动较大、大额存货和应收账款对营运资金占用较大、资产受限比例较高、债务负担较重且短期偿债压力较大、对外担保金额较大以及2016年以来经营活动现金流持续净流出等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的投产，业务规模的扩大以及进一步多元化，公司综合实力有望进一步提高。

未来随着公司在建项目逐步竣工投产，公司产销规模将进一步增加，其综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟用于铝板带箔生产线技术改造升级项目、年产6万吨铝合金车身板产业化建设项目和补充流动资金。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司资本结构将进一步优化，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为国内铝压延加工行业的龙头企

业，行业地位突出、产能规模较大、产品种类齐全、客户质量较高、技术水平先进。

2. 近年来，受益于下游行业需求增长，公司营业收入和资产规模稳步增长，主要产品产销率高。

3. 2018年4月，公司完成首次公开发行股票，其资本实力和整体抗风险能力得以增强。

关注

1. 公司所处行业竞争激烈，易受国家产业政策、环保政策影响；主要原材料价格波动较大，不利于公司控制生产成本。

2. 公司存货和应收账款规模较大，对公司资金占用较大，资产受限比例较高，整体资产质量有待提升；由于销售结算以票据为主，公司收入实现质量有待改善。

3. 公司债务负担较重且以短期债务为主；公司销售主要采用票据结算，2016年以来，经营活动现金流呈净流出；对外担保比率较高，且被担保企业处于建设期，近年来持续亏损，公司存在一定代偿风险。

4. 公司在建项目较多，尚需投资规模较大，存在一定资金压力，且在建生产线能否全部按期实现量产并达到预期收益存在一定不确定性。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

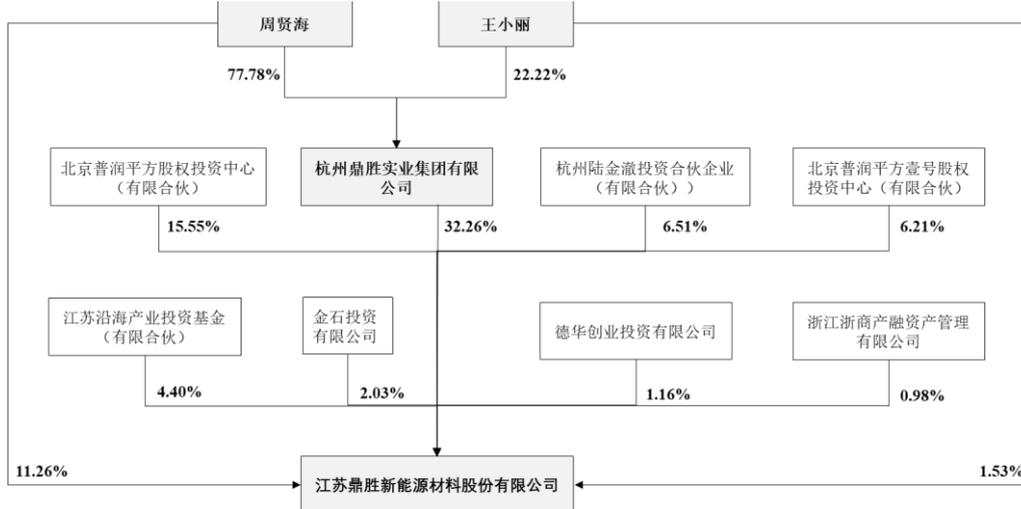
联合信用评级有限公司

一、主体概况

江苏鼎胜新能源材料股份有限公司（以下简称“公司”或“鼎胜新材”）前身为镇江鼎胜铝业有限公司（以下简称“鼎胜有限”）。鼎胜有限由杭州鼎胜实业集团有限公司（以下简称“鼎胜集团”）和自然人周贤海共同出资组建，于 2003 年 8 月在江苏省镇江工商行政管理局注册登记成立，注册资本为 2,000 万元。2008 年 7 月，鼎胜有限全体股东作为公司发起人，整体变更为股份有限公司，注册资本为 26,200 万元。2015 年 12 月，公司名称变更为现名。历经多次股权转让及增资，截至 2017 年底，公司注册资本为 36,500 万元，其中鼎胜集团持股 38.00%，为公司控股股东；周贤海、王小丽夫妇通过鼎胜集团间接持有公司 38.00% 的股份，并分别直接持有公司 13.27% 和 1.81% 的股份，合计持有公司 53.08% 的股份，为公司实际控制人。

2018 年 4 月，公司完成首次公开发行 6,500 万股 A 股股票（股票简称“鼎胜新材”，股票代码“603876.SH”），并在上海证券交易所挂牌上市。截至 2018 年 6 月底，公司注册资本为 43,000 万元，其中鼎胜集团持股 32.26%，为公司控股股东；周贤海、王小丽夫妇通过鼎胜集团间接持有公司 32.26% 的股份，并分别直接持有公司 11.26% 和 1.53% 的股份，合计持有公司 45.05% 的股份，为公司实际控制人；公司控股股东和实际控制人所持的公司股权不存在质押情况。

图 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供、联合评级整理。

公司经营范围包括：新能源汽车动力电池用基材；铝、铝合金板、铝带、铝卷材、铝涂层料（危险品除外）、铝材的深加工、生产、销售；货运代理；货物仓储（危险品除外）；货物的装卸；有色金属产品的技术研发、技术转让、技术咨询服务；有色金属、机电设备的销售；危险化学品的经营（限危险化学品经营许可证核定范围和方式经营）；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）。

截至 2018 年 6 月底，公司根据经营需要设立了铸轧事业部、冷轧事业部、空调箔事业部、铝箔事业部等 20 个职能部门（见附件 1），拥有杭州五星铝业有限公司、杭州鼎福铝业有限公司等 11 家子公司；拥有在职员工合计 3,818 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 80.64 亿元，负债总额 56.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.46 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 92.00 亿元，净利润（含少数股东损益）2.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.73 亿元；

经营活动产生的现金流量净额-0.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.28 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 90.59 亿元，负债总额 58.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 32.08 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 51.19 亿元，净利润（含少数股东损益）1.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.49 亿元。

公司法定住所：江苏镇江京口工业园区；法定代表人：周贤海。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“江苏鼎胜新能源材料股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”或“可转债”），本次债券规模为不超过 12.54 亿元（含），期限为自发行之日起 6 年，转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券面值 100 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。本次债券无担保。

（1）转股条款

转股价格

本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ ；

其中： P_1 为调整后转股价， P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 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债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日

公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产以及股票面值。若在前述 30 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格计算，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格计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会（或董事会授权的人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

如果公司股票连续 30 个交易日中至少 15 日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照可转债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债。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，持有人有权将其持有的可转债全部或部分按可转债面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本次发行的可转债的最后两个计息年度，持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人享有一次回售的权利。持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过人民币 125,400.00 万元（含），扣除发行费用后，拟全部用于铝板带箔生产线技术改造升级项目、年产 6 万吨铝合金车身板产业化建设项目和补充流动资金。

表 1 本次债券募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	铝板带箔生产线技术改造升级项目	45,983.63	41,300.00
2	年产 6 万吨铝合金车身板产业化建设项目	58,730.84	54,100.00
3	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计		134,714.47	125,400.00

资料来源：公司提供

铝板带箔生产线技术改造升级项目计划总投资 45,983.63 万元，拟投入募集资金不超过 41,300.00 万元，主要用于投资现有厂区老旧生产线设备更新及自动化升级改造、厂房加固、厂区基础设施升级等。项目建设期为 24 个月，由公司实施，实施地点为江苏镇江京口工业园区。目前，项目实施涉及的立项手续已经完成，环评手续正在办理中。

年产6万吨车身板产业化建设项目计划总投资58,730.84万元,拟投入募集资金不超过54,100.00万元,主要用于投资新建生产线及相应辅助设备设施配套,形成年产6万吨铝合金车身板的生产能力。项目建设期为24个月,由公司实施,实施地点为江苏镇江京口工业园区。目前,项目实施涉及的立项手续已经完成,环评手续正在办理中。

总体看,上述项目与公司主营业务相关,项目建设完成后公司业务板块进一步拓展,产能规模将有所提升,有利于提高公司的综合竞争实力。

三、行业分析

公司主要从事铝板带箔的研发、生产与销售业务,主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源汽车箔等,属于铝压延加工行业。

1. 行业概况

铝加工是将电解铝(主要是铝锭)通过熔铸、挤压或压延、表面处理等多种工艺及流程生产出各种铝材的过程。铝加工按照加工工艺的不同分为压延加工和挤压加工,其中,压延加工主要生产铝板材、带材、箔材等产品,而挤压加工生产铝型材、线材、管材等产品。

在通常意义上,把铝和铝合金带卷经轧制后形成的厚度小于或等于0.2毫米的板带材称为铝箔。按加工方式划分,铝箔可分为轧制箔、蒸着箔和喷涂箔,其中轧制箔占铝箔总质量的95%以上,总面积的83%以上;按形状划分,铝箔可分为卷状箔和片状箔,其中卷状箔占99%以上;按厚度划分,铝箔可分为厚箔、单零箔和双零箔;按表面状态划分,铝箔可分为单面光箔与双面光箔;按用途划分,铝箔可分为药用铝箔、家用铝箔、空调铝箔、烟用铝箔、电容器铝箔、建筑铝箔等。

铝压延加工企业具有独特的经营模式,近年来,由于铝价格波动较大,铝压延加工企业大多采用“铝锭价格+加工费”的模式进行原材料采购和产品销售,以提高交易效率,降低交易成本,尽可能规避铝锭价格波动的风险。在铝箔行业周期性方面,由于铝箔应用领域广泛,且铝金属所具备的良好特性不易为其他金属所代替,市场需求较为稳定。

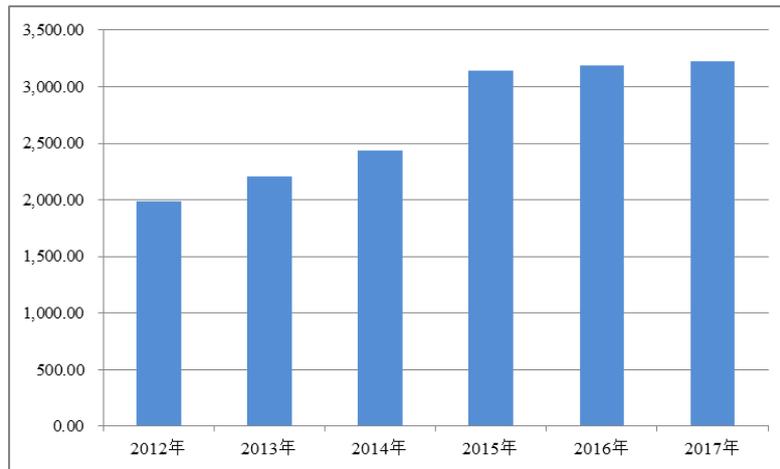
总体看,铝箔产品品类较多,应用范围广泛,产品价格主要受原材料波动影响。

2. 上游原料

铝压延加工行业上游为电解铝行业,近年来电解铝行业整体呈产能过剩、价格波动较大、盈利能力不佳态势。

规模方面,中国是世界第一大电解铝生产国和消费国,近年来,我国原铝产量呈持续增长状态。2015年,我国电解铝产量为3,141.31万吨;2016年,我国电解铝累计产量为3,187.32万吨,同比增长1.46%,2017年,我国电解铝产量为3,227.00万吨,同比增长1.24%。

图 2 2012~2017 年我国电解铝产量情况 (单位: 万吨)



资料来源: 国家统计局

价格方面, 铝价波动较大。2009 年金融危机之后, 受国家经济政策刺激, 铝行业下游逐渐复苏, 电网建设、铁路及运输用铝增加, 汽车、家电与房地产业的回暖, 都从一定程度上刺激了对铝的需求, 铝价随之攀升; 2010 年, 国内铝价先抑后扬, 铝价的大幅波动及电力成本的上升给铝压延加工行业带来不利影响; 进入 2011 年, 国内铝价先升后降; 2013~2015 年, 铝价在行业亏损减产、下游需求回升及氧化铝、煤炭成本上涨与公路运输整顿等多重因素影响下呈现震荡上升态势。作为最大电解铝生产国的中国于 2016 年 6 月发布《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》, 力推有色金属行业供给侧改革, 严控新增产能。进入 2017 年以来, 中国的新疆、山东、内蒙古等省市陆续响应电解铝违规产能整顿行动, 进一步推动电解铝价格波动上行。电解铝行业目前处于紧平衡状态, 未来随着供给侧改革进一步推进, 电解铝供需或将偏紧, 继续推动电解铝价格上行。

图 3 2015~2018 年 8 月铝期货结算价 (活跃合约) (单位: 元/吨)



资料来源: 上海期货交易所

总体看, 近年来我国电解铝行业产量呈现持续增长状态, 进入 2016 年, 在供给侧改革、下游需求回升及生产成本变动影响下, 铝价格开始震荡上涨, 因此铝价格的波动对下游铝压延加工行业的经营带来不稳定影响, 或对其利润空间产生一定的压力。

3. 下游需求

铝箔主要应用于家电、包装、建筑、电力电子、交通运输等行业，其中消费量占比最大的为家电行业、包装和电力电子行业。铝箔具体应用如下表所示：

表 2 铝箔具体应用情况

行业	铝箔		
	厚箔	单零箔	双零箔
家电行业	空调箔，中央空调通风管道等	中央空调通风管道	中央空调通风管道
包装行业	瓶罐包装	医药、瓶罐等包装、日化用品包装	食品、烟草、医药、化妆品等产品包装等
建筑行业	铝塑管、装饰板	绝缘隔热材料、装饰板	绝缘隔热材料
电力电子	电缆箔、电子垫片	电解电容器、电力电容器	电力电容器
交通运输	复合箔，汽车等运输工具装饰材料	新能源锂电池、汽车、火车、飞机等装饰材料，液体燃料箱，飞机蜂窝材料等	
家用	食品与礼品包装	家用食品包装、器皿	
其他	工业绝缘屏蔽材料、航空航天铝箔制品、铝箔胶粒、磁性材料、通讯电缆护套及各种复合材料等		

资料来源：公司提供、联合评级整理。

家电行业方面，近年来我国空调销量进入稳定增长期，根据国家统计局数据显示，2015~2017年，我国空调销量分别为 14,856.10 万台、15,994.44 万台和 17,419.61 万台，呈逐年增长趋势，年均复合增长 8.28%。我国城市化进程的加速和出口市场的持续扩容，为空调行业未来稳定发展提供了有利支撑。

包装行业方面，包装用铝箔主要应用于饮料、食品（非液态）、药品、烟草和日化品等产品包装。近年来，随着我国对食品饮料安全要求的提高以及运输轻量化趋势的发展，食品饮料铝箔包装需求稳定增长；医药行业的快速发展为药品铝箔包装提供了大量需求。

电力电子行业方面，全球铝电解电容器需求量近年来以平均 10% 以上的速度稳步增长。铝电解电容器主要应用于电视、手机、电脑、音响、汽车等电子数码产品中。2010 年以来，受益于国内家电下乡，以旧换新政策以及城镇化的持续推进，中国家电市场的扩大和升级换代带动了国内铝电解电容器市场的持续繁荣。另外，国内新能源、新兴产业的崛起，为未来中国高技术、新品种的铝电解电容器提供了巨大的发展空间和良好的市场前景。随着国内铝电解电容器厂商技术的不断进步，其产品与国外产品的性能差距也正在逐步缩小，近年来铝电解电容器产业逐渐向中国内地集中，国内市场有向中高端市场发展的态势，可能会使得中国对高端产品的进口力度有所减弱，贸易逆差会逐渐缩小。

总体看，铝箔下游应用广泛，家电和包装行业已进入稳定增长期，电解电容器需求量增长迅速，未来中高端产品市场发展空间较大。

4. 行业竞争

我国是铝箔产销量最大的国家，国内铝箔生产企业较多，整体规模偏小，规模优势难以体现，技术创新能力和新产品研发能力均不足，从而导致行业的进入门槛较低，行业集中度低，竞争相对激烈。同时，技术创新能力和新产品研发能力的不足导致行业整体以低端产品为主，高附加值产品竞争并不充分。目前，国内铝压延加工企业主要包括江苏常铝铝业股份有限公司（主要产品为空调箔、合金铝箔等）、广东东阳光科技控股股份有限公司（主要产品为亲水箔、电极箔、铝带材、电子铝箔以及钎焊箔等）、山东宏创铝业控股股份有限公司（主要产品为铝卷）、河南明泰铝业股份

有限公司（主要产品为 PS 版基与合金板等）、新疆众和股份有限公司（主要产品为电子铝箔、电极箔及合金产品等）、鼎胜新材（主要产品为空调箔、单双零箔、电池箔等）和厦门厦顺铝箔有限公司（主要产品为双零箔）等。近年来，山东、内蒙古、广西等省区凭借电解铝成本优势，成为新的重要铝箔生产基地。激烈的竞争导致铝箔企业并购重组增加，行业集中度有所提高。

总体看，铝压延加工行业集中度低，低附加值产品竞争激烈，铝压延加工企业向一体化、集团化、多元化发展趋势明显。

5. 行业政策

国家发改委 2007 年第 64 号公告《铝行业准入条件》及国务院办公厅的《有色金属产业调整和振兴规划》是现行国内规范铝加工行业的主要监管政策。鉴于铝冶炼和压延加工行业较普遍的产能过剩状况，国家多次出台相关政策指导消化过剩产能。同时，铝业作为有色金属工业，具有多重污染，伴随节能减排、环保的压力加大，铝业环保政策也日益严格。此外，国家大力引导有色金属新能源材料等高端材料，加快传统铝行业的转型升级。

表 3 近年来铝行业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2014.1	国家发改委	《关于改进规范投资项目核准行为加强协同监管的通知》	要求对于钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业，严禁建设新增产能项目。各地方、各部门不得以任何名义、任何方式核准、备案产能严重过剩行业新增产能项目，各相关部门不得为此类项目办理规划选址、土地（海域）供应、环评审批、节能评估审查等手续，金融机构不得提供贷款。
2014.4	工信部	--	公告了第一批 36 家（共计 40 个项目）符合《铝行业规范条件》企业名单，即“铝行业红名单”；并指出铝行业规范管理是发挥市场配置资源决定性作用的具体体现。
2015.5	环保部	--	公布了再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准
2015.5	国务院	《中国制造 2025》	实施工业产品质量提升行动计划，将电子元器件列为重点行业
2016.5	财政部、国家税务总局	《关于全面推进资源税改革的通知》	对铁矿、金矿、铜矿、铝土矿等 21 种资源品目实施矿产资源税从价计征改革，铝土矿（包括耐火级矾土、研磨级矾土等高铝粘土）的征收的税率幅度调整为 3%~9%。
2016.6	国务院	《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》	要保障电解铝产能利用率保持在 80% 以上；严控新增产能，对于电解铝新（改、扩）建项目，要产能等量或减量置换；发展精深加工，着力发展乘用车铝合金板、航空用铝合金板、船用铝合金板等关键基础材料。
2016.10	工信部	《有色金属工业发展规划（2016~2020 年）》	提出大力发展高端材料，要求“十三五”末我国航空铝材等深加工产品综合保障能力超过 70%，电解铝产能利用率达 80% 以上，大力发展锂离子电池用高强度高延展性低缺陷铝箔等高端材料。
2017.4	科技部	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	1、积极推进海洋工程与装备用钛合金、高强耐蚀铝合金和铜合金、防腐抗渗高强度混凝土、防腐涂料等的技术研发。2、积极推进新型轻质高强材料的新原理与新技术，重点研发先进铝合金、镁合金、钛合金等轻质高强材料的新型轻质材料/结构一体化、智能化、柔性化设计与制造技术的研发。3、积极推进先进铝基、钛基、铁基等金属基复合材料，氧化铝、氮化硅和氮化硼纤维及复合材料等的技术研发。
2017.8	国家发改委、工信部、国土资源部、环保部	《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》	对 2013 年 5 月之后新建设的违法违规项目以及未落实 1494 号文件处理意见的项目在建的立即停建，建成的立即停产。具体时间安排为：在 5 月 15 日前完成企业自查，6 月 30 日前完成地方核查，9 月 15 日前完成专项抽查，10 月 15 日前督察整改。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，国家产业政策有助于提高行业集中度，抑制铝产能过快增长并促进产业结构升级。随着各层面政策的落实，预计未来铝行业将逐步趋向于健康发展，中小型企业生存压力较大，而实现产业链、规模化及以精深加工为主的企业将得到进一步发展。

6. 行业关注

(1) 产业结构不合理

目前，国内铝压延加工行业产业结构不合理，低端产品产能过剩，空调箔等低附加值产品的竞争日趋白热化，此类企业同质化严重；而部分高性能、高精度产品仍需进口，虽然外资不断将生产线转移至中国，但在此过程中，国内铝压延加工企业能否掌握核心技术，仍存在不确定性；行业整体难以获得生产和研发上的规模效益，不利于行业整体竞争力的提升。

(2) 生产成本控制风险

从配套资源来看，铝压延加工行业需要大量的电力以及铝材等原料。受氧化铝、煤炭成本上涨与公路运输整顿等因素影响，铝压延加工企业生产成本控制压力不断加大，对企业生产效率的提升提出了挑战。

(3) 贸易壁垒对铝压延加工行业出口及整体发展影响较大

随着我国铝压延加工行业的快速发展，铝板带箔产品已出口至全球各个国家和地区，面临的贸易摩擦增多。2017年3月，印度对原产于或进口自中国的铝箔作出反倾销肯定性终裁；2018年2月，美国商务部对从中国进口的铝箔产品作出反倾销和反补贴肯定性终裁；2018年3月，美国总统特朗普签署备忘录，依据“301调查”结果，将对从中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购。美国和印度的反倾销一定程度上对我国铝箔产品出口造成了不利的影响，损害了我国铝压延加工企业的利益。

7. 行业发展

随着我国消费总量稳定增长，消费结构逐步优化，汽车、家电、食品包装等领域对铝箔的需求有望保持稳步增长，铝箔市场将逐步向精细化深加工方向发展，产品结构将进一步优化。深加工技术将向低成本、无污染、高效率方向发展，深加工产品将向高纯化、高精化、尖端复合等方向发展，深加工设备将向大型化、高速化、自动化方向发展。

近年来，新能源产业发展迅速，作为锂离子充电电池正极集电体，动力电池的发展为电池箔带来了新的发展机遇；纯电动汽车、混合动力汽车的发展对于汽车的轻量化、节能化提出了更高要求，从而促进了钎焊箔等在新能源汽车中的应用与推广。铝压延加工企业未来将逐步完善产业链，调整产品结构，重点布局高成长性市场，增加电池箔、钎焊箔等产品的比重，并密切保持与相关产业的合作及联系，不断拓展铝箔的应用领域。

总体看，随着铝箔行业工业在结构调整、技术更新等方面不断发展，具有自主创新技术和研发实力的企业将面临较好的发展机遇。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内铝压延加工行业的龙头企业，一直从事铝板带箔的研发、生产与销售业务，主要产品包括空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，产品种类齐全。近年来，公司在规模、客户资源和技术三方面拥有一定竞争优势。

(1) 规模优势

铝压延加工行业属于资金密集型行业，生产建设过程中需要投入大量的资金引进先进生产设备，对企业的资金实力要求较高。设备等固定资产投资越多，产能越大，规模效应越明显。

截至 2017 年底，公司铝板带箔产能为 46.85 万吨/年，处于国内铝箔市场规模领先地位。公司凭借规模优势，可以降低产品固定成本、增强市场竞争力，有利于公司在规模扩张的过程中积累经验、提高生产效率，同时，保证公司能够在下游需求发生变化的时候及时调整产品结构，抓住新产品发展机遇。

（2）客户资源优势

铝板带箔下游行业发展均较为成熟，具备较为严格的供应商管理体系和较高的认证标准。不同企业的认证周期不同，某些严格的外资企业认证周期超过一年，认证通过意味着较为稳定的合作关系。结合公司位处长三角的区位优势，公司拥有较为优质的下游客户。

公司空调箔产品客户包括美的集团股份有限公司、珠海格力电器股份有限公司、海信集团有限公司、海尔集团公司等，国外客户包括日本大金集团、LG 集团等；公司单、双零箔产品客户包括 Wipak Heat Seal Inc.，Prolamina Corporation，上海紫江彩印包装有限公司等国内外食品饮料及烟草消费领域的知名厂商；公司电池箔产品客户覆盖了比亚迪集团、深圳市沃特玛电池有限公司、CATL 集团、合肥国轩高科动力能源有限公司、银隆新能源股份有限公司等国内主要大型锂电池生产企业。

在上述客户的订单拉动下，根据中国有色金属加工工业协会出具的书面证明：2015 年、2016 年及 2017 年，公司铝箔产销量、出口量及市场占有率均位居国内同类企业第一名；铝箔产品中的空调箔、单双零箔产销量位居国内同类企业第一名；电池箔产品产销规模、市场占有率为行业第一名。同时，公司产品出口美国、欧洲等六十多个国家和地区。

近年来，公司与众多优质客户建立了长期稳定的合作关系，提升了公司的品牌影响力，有利于巩固其行业地位。

（3）技术优势

铝压延加工是一个工艺复杂、设备先进、技术含量高的行业，生产过程中对合金成分控制、除杂过滤、精密切割、轧制速度等均有严格要求。公司在设备设计、合金研发与生产工艺等具有一定优势。

设备设计方面，公司与设备供应商合作，根据自身设计理念生产相应设备，同时不断根据生产实践改进相关设备，保证设备的先进性。合金研发方面，公司不断尝试新的合金成分与配比，以提高产品性能，如公司自主开发的节能、高性能 1300 合金空调箔，具有延伸率高、翻边高度高、不易开裂等优点，同时满足高速冲床的冲制要求。生产工艺方面，公司研制出大卷径化、高速化和宽幅化等生产工艺，并用铸轧工艺生产出性能稳定的双零箔毛料和 PS 版基等。

在研发平台方面，公司建有江苏省企业技术中心（与江苏大学共同组建）、江苏省空调器用高精度铝箔工程技术研究中心、镇江市高精级铝箔研究院等研发机构。在研发成果方面，截至 2018 年 6 月底，公司参与了多项行业、国家标准的制订，拥有有效专利权 86 项；其中，发明专利 21 项、实用新型专利 65 项。在研发投入方面，2015~2017 年，公司研发经费投入分别为 0.42 亿元、0.56 亿元和 0.53 亿元，占当期营业收入的比例分别为 0.65%、0.78%和 0.57%。

总体看，经过多年发展，公司已成为具有规模优势、客户资源优势和技术的行业龙头企业，整体竞争力较强。

2. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司共有董事 8 人，监事 3 人，高级管理人员 6 人，其中总经理 1 人（由董事长兼任），副总经理 4 人（其中 1 人兼任财务总监），董事会秘书 1 人。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长兼总经理周贤海先生，1961年7月出生，中国国籍，大专学历；1979年8月至1999年1月，于南京军区83025部队服役，历任战士、排长、连长及副营长；1999年1月至2003年8月，从事铝加工产品生产与贸易业务；自2003年8月起担任公司董事长职务，自2016年6月起担任公司总经理职务。

公司财务总监宋阳春先生，1948年12月出生，中国国籍，大专学历，高级会计师。曾任华东铝加工厂主办会计、财务副处长、处长、副总会计师；镇江江奎集团有限公司财务经理。2005年6月至2016年2月，任公司财务总监；2016年2月至2018年6月，任公司副总经理；2018年6月至今，任公司副总经理、财务总监。

截至2018年6月底，公司职工总数3,818人。从学历构成看，大专及以下占比91.93%，大学本科占比7.52%，硕士及以上占比0.55%；从工作岗位看，公司生产人员占比67.18%，研发人员占比7.70%，管理人员占比21.42%，销售人员占比3.69%。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业及管理经验，公司员工学历结构及岗位构成符合行业特点，能够满足公司运营及发展需求。

3. 税收优惠

公司获得的税收优惠主要为高新技术企业所得税优惠和出口退税优惠。

根据江苏省高新技术企业认定管理工作协调小组发布的《关于公示江苏省2015年第一批拟认定高新技术企业名单的通知》(苏高企协[2015]9号)，公司被认定为高新技术企业，认定有效期3年(2015年7月至2018年7月)，期间公司按15%的税率计缴企业所得税。目前，高新技术企业认证已到期，公司已于2018年6月重新申报，目前尚未拿到批复。

根据《关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知》(财税[2008]188号)、《关于进一步提高部分商品出口退税率的通知》(财税[2009]88号)的相关规定，公司及子公司持续享受出口货物“免、抵、退”税的税收优惠政策；其中，铝带产品的出口退税率为13%，铝箔产品的出口退税率为15%。

总体看，公司能够获得一定的税收优惠，外部发展环境良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》等相关规定的要求制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，并结合公司业务发展的需要，建立了较为规范健全的内部管理机制。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，董事长1名。董事由股东大会选举或更换，任期3年。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，监事会由3名监事组成，其中主席1名，由全体监事过半数选举产生。职工代

表监事的比例不低于 1/3，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；依据公司发展战略和规划，制订实施方案；组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，公司作为上市公司，法人治理结构较为完善。

2. 管理体制

截至 2018 年 6 月底，公司董事会下设战略委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等 4 个直属委员会，并拥有铸轧事业部、冷轧事业部、空调箔事业部、铝箔事业部等 20 个职能部门；公司部门设置合理、职责清晰，公司根据部门设置制定了一系列内部管理制度。

子公司管理方面，公司制定了《控股（参股）子公司管理办法》，控股（参股）子公司实行“自主经营、自负盈亏”，并在资产、经营、机构、人员、财务五方面与公司相互独立。公司应重点加强对控股（参股）子公司的管理控制，加强对关联交易、对外担保、募集资金使用、重大投资、信息披露等活动的控制。不直接干预控股（参股）子公司的日常经营活动。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理制度》，规定了公司的对外投资原则、决策程序、审批权限、工作程序、投资管理、投资后评价等内容。公司根据单笔投资金额的不同，设立了不同的审批流程，应当经股东大会审批的对外投资事项，需先行召开董事会会议审议该投资项目，经董事会审议通过后提交股东大会审批。此外公司或公司控股子公司、公司实际控制的法人决定对外投资的项目后，在与被投资方或合作方签订投资合同或协议前，公司应聘请法律顾问对该合同或协议内容进行法律审查，确保公司的权益不受损害。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理办法》，对关联交易和关联人做出界定，并制定了关联人报备规则。在关联交易价格的确定和管理方面，公司进行关联交易应当签订书面协议，明确关联交易的定价政策。关联交易执行过程中，协议中交易价格等主要条款发生重大变化的，公司应当按变更后的交易金额重新履行相应的审批程序。

期货套期保值方面，公司制定了《期货套期保值业务管理制度》，明确公司的期货套期保值业务只限于生产经营所需的原材料铝期货一种期货品种，目的是借助期货市场的价格风险对冲功能，利用套期保值工具规避现货交易中原材料价格波动风险，锁定经营利润。该制度还规定了公司的期货套期保值业务只限于在境内期货交易所进行场内市场交易；进行套期保值的数量不超过公司生产经营规划需求总量，期货持仓量不超过套期保值的现货量；并由公司内审部门负责对公司期货套期保值业务相关风险控制政策和程序的评价和监督，及时识别相关的内部控制缺陷并采取补救措施。

环保管理方面，公司制定了《环境保护管理制度》，实施环境保护管理责任制，并对环保设施运行、废水废气和噪声控制作了相关规定。同时，公司针对所处行业生产管理特点，制定了《危险化学品管理规定》、《环保应急预案》和《突发环境事件应急物资管理制度》等环保相关制度。

职业健康及安全管理方面，公司建立、健全了职业健康管理制度，从安全生产目标管理、安全标准化绩效考核、安全生产例会、风险评估管理规定以及风险控制管理方面制定了多项制度，对安全用电、高空作业、吊具管理、消防设备管理、轧机灭火系统、园区清洁管理等进行了详细规定。

质量管理方面，公司针对各生产部分别设立了质量管理制度。以铝箔事业部为例，其在《质量管理制度》中规定了成品率、废料管理、客户投诉管理、基材质量标准、产品检验标准等质量管理重要事项。

总体看，公司建立的管理体制对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，有效地降低了经营风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事铝板带箔的研发、生产与销售，主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等。2015~2017年，公司分别实现营业收入64.18亿元、70.89亿元和92.00亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长19.73%，主要系随着下游需求增长，公司不断开拓客户所致。2015~2017年，公司分别实现净利润1.65亿元、3.38亿元和2.80亿元，其中2017年较2016年减少17.24%，主要系财务费用增长所致。

从营业收入构成来看，2015~2017年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为94.92%、95.30%和96.26%，主营业务十分突出。分产品来看，空调箔系公司营业收入中规模最大的产品，2015~2017年，公司空调箔收入分别为19.45亿元、22.65亿元和35.11亿元，年均复合增长34.34%，主要系空调市场需求增长所致，占主营业务收入的比重分别为31.93%、33.52%和39.64%。同时，受益于食品、烟草、医疗、家用包装及新能源汽车等下游行业需求增长，近三年，公司单零箔、双零箔、普板带和电池箔销售收入均呈增长趋势，年均复合增长率分别为6.50%、8.80%、17.27%和67.54%。公司主营业务收入中的其他产品主要包括PS版基料、钎焊箔等，占主营业务收入的比例约6%，近三年销售收入呈逐年增长趋势，年均复合增长23.03%。

表4 2015~2017年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
空调箔	194,517.43	31.93	10.43	226,484.22	33.52	11.97	351,073.19	39.64	10.36
单零箔	138,480.08	22.73	9.33	130,737.39	19.35	10.74	157,061.18	17.73	8.92
双零箔	157,024.27	25.78	11.82	165,133.66	24.44	12.67	185,864.53	20.99	10.84
普板带	65,901.33	10.82	4.44	75,627.74	11.19	5.96	90,635.48	10.23	3.97
电池箔	15,756.91	2.59	23.43	33,913.23	5.02	29.67	44,230.31	4.99	25.07
其他	37,487.18	6.15	6.16	43,695.32	6.47	7.28	56,746.59	6.41	5.45
合计	609,167.20	100.00	9.96	675,591.56	100.00	11.81	885,611.28	100.00	9.97

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2015~2017年，公司主营业务毛利率小幅波动上升，分别为9.96%、11.81%和9.97%，其中2016年毛利率较高，主要系2016年上半年铝锭平均价格较低，公司产品采取“铝锭+加工费”的销售定价模式，铝锭价格越低，相应的毛利率水平越高。分产品来看，除电池箔毛利率波动上升外，空调箔、单零箔、双零箔、普板带和其他产品毛利率均呈小幅波动下降趋势。从公司产品销售的区域分布来看，2015~2017年，公司销售收入主要来自于国内且占比逐年上升，占比分别为58.60%、61.10%和63.92%，国外收入主要来自于日本、韩国、美国、欧洲等国家。

2018年1~6月，公司实现营业收入51.19亿元，较上年同期增长18.13%，主要系销售规模扩大

所致；实现净利润 1.05 亿元，较上年同期增长 8.35%。

总体看，近年来，受益于空调、包装、新能源汽车等下游行业需求的增长，公司营业收入稳步增长，主营业务突出；由于铝锭价格波动，公司主营业务毛利率小幅波动上升；公司营业收入主要来自于国内。

2. 业务运营

近年来，公司主要从事铝板带箔的研发、生产与销售，主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等。

(1) 采购

采购流程方面，公司根据销售情况确定生产计划，并根据生产计划采购相应原材料。在生产成本构成中，直接材料成本占生产成本的 80%左右，燃气动力占 6%~8%，直接人工和折旧占比较低。公司采购周期通常在 10 天以内，主要原材料为铝锭、铝坯料，其中铝锭属于标准产品，市场供应充足；铝坯料主要包括铸轧卷、铝箔毛料等，公司根据生产能力与市场环境变化，在熔铸线、冷轧线不能满足生产需要时公司会较多的选择采购铝坯料。

采购价格方面，为了规避铝锭价格大幅波动给公司经营带来的不利影响，公司采购的铝锭价格一般参考到货当日长江现货铝锭价格均价确定（若到货日为周末则取上周五或者下周一的价格），采购的铝坯料价格采用发货当月或者发货前一段时间长江现货铝锭价格均价加上相应的加工费确定。铝坯料加工费根据对方加工工序道次、工艺复杂程度、合金成分、坯料质量及运输成本等多方面确定。同时，公司为规避订立合同时与实际采购时带来的铝锭采购价格上涨带来的成本风险，采取先通过在期货市场开仓（买单），待实现采购时再平仓的方式对在手订单进行套期保值。

结算方式上，公司采用预付货款的形式采购铝锭，付款方式为现汇；对于铝坯料，公司采用每月结算的方式，付款方式为银行承兑汇票，账期一般为 6 个月。

目前，公司已经和多家电解铝企业、铝初加工企业建立了长期稳定的合作关系，签订长期供货合同，供应商根据订单安排送货。公司铝锭面向市场采购，铝坯料（主要为铝卷）主要通过第三方供应商采购，其中洛阳龙鼎铝业有限公司（以下简称“龙鼎铝业”）¹和内蒙古联晟新能源材料股份有限公司（以下简称“联晟新材”）为公司关联方。2016 年，联晟新材投产，其生产的铸轧卷均供应给公司，由于产品销量增长，公司熔铸线、冷轧线不能满足生产需要，为保证铸轧卷的供应，公司以外购铝锭形式经熔炼生产成铸轧卷的产量下降，因此，2015~2017 年，公司铝锭采购量逐年减少，冷轧卷、铸轧板的采购量大幅增长。同时，2015~2017 年，公司主要原材料采购均价呈上升趋势，与长江现货均价基本一致；由于公司对上游铝锭供应商主要采用 100% 预付款模式，原材料价格上涨使得对公司营运资金占用更加明显。

表 5 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

名称	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
铝锭	采购量	327,383.15	294,921.34	279,542.86	149,883.27
	采购均价	10,524.63	10,735.92	12,329.40	12,437.52
铝卷	采购量	81,089.78	170,299.08	249,410.16	121,879.63
	采购均价	12,790.00	12,568.50	13,954.05	13,985.55

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，公司供应商稳定性较好，2015~2017 年，前五大供应商采购额分别为 30.15

¹ 2017 年 1 月，公司不再参与龙鼎铝业的经营与管理，与其不再具有关联关系。

亿元、28.00 亿元和 40.77 亿元，占当年采购总额的比例分别为 56.72%、45.25% 和 50.52%，公司供应商集中度较高，但铝锭为大宗商品，价格透明，市场供应充足，不存在对单一供应商依赖。2018 年 1~6 月，公司前五大供应商采购额占当年采购总额比例 51.52%。

表 6 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供应商名称	是否关联方	采购产品	采购额	占年度采购总额比例
2015 年	河南神火国贸有限公司	否	铝锭	105,681.74	19.88
	杭州正才控股集团有限公司	否	铝锭	103,378.45	19.44
	浙江华景宏物资有限公司	否	铝锭	32,193.74	6.06
	洛阳龙鼎铝业有限公司	是	铝坯料	31,422.40	5.91
	山西省运城市龙飞有色金属有限公司	否	铝锭	28,855.57	5.43
	合计			301,531.90	56.72
2016 年	河南神火国贸有限公司	否	铝锭	92,007.52	14.87
	山西省运城市龙飞有色金属有限公司	否	铝锭	67,257.66	10.87
	内蒙古联晟新能源材料股份有限公司	是	铝坯料、委托加工	49,739.29	8.04
	内蒙古霍煤万祥铝业有限责任公司	否	铝坯料	44,741.59	7.23
	江苏省电力公司镇江供电公司	否	电力	26,237.52	4.24
	合计			279,983.59	45.25
2017 年	河南神火国贸有限公司	否	铝锭	128,375.06	15.91
	内蒙古霍煤万祥铝业有限责任公司	否	铝坯料	112,073.75	13.89
	内蒙古联晟新能源材料股份有限公司	是	铝坯料、委托加工	79,274.30	9.82
	山西同天翔有色金属有限公司	否	铝锭、铝坯料	48,416.23	6.00
	东方集团产业发展有限公司	否	铝锭	39,525.70	4.90
	合计			407,665.04	50.52
2018 年 1~6 月	河南神火国贸有限公司	否	铝锭	61,408.16	14.50
	内蒙古联晟新能源材料股份有限公司	是	铝坯料	51,341.62	12.12
	山西同天翔有色金属有限公司	否	铝锭/铝坯料	42,232.94	9.97
	甘肃酒钢天成彩铝有限责任公司	否	铝坯料	39,270.89	9.27
	常州若登商贸有限公司	否	铝锭	23,921.07	5.65
	合计			218,174.68	51.52

资料来源：公司提供

总体看，公司采购渠道畅通，铝坯料主要通过关联方采购；为满足生产经营需求，公司通过外购铸轧卷委托联晟新材加工成冷轧卷，使得铝锭采购量逐年减少，铝坯料采购量大幅增长；采购价格随市场行情波动，原材料价格上涨对公司资金形成较多占用；采购集中度较高，不存在对单一供应商依赖。

（2）生产

生产模式方面，公司采用“以销定产”的方式进行生产，具备完整的生产管理体系和生产计划安排机制，由前端销售与下游客户签订框架协议，约定每年产品的定价方式、加工费、产品特性、送货方式及质量保证条款等内容，并将客户定期发送的订单反馈至计划部，计划部根据客户要求、现有产能、库存、产品结构等各方面组织生产计划，提高生产效率，生产周期通常在 1 个月以内。

产能方面，公司产能根据各核心生产工序中产能最小的工序确定，不同产品的生产工序略有差异，其中空调箔产品主要经过熔炼、铸轧、冷轧、退火、涂层、切边等工序，单双零箔产品主要分熔炼、铸轧、冷轧、退火、切边、箔轧等工序。目前，公司冷轧生产线产能较小，公司产能主要根

据冷轧生产线的产能情况确定，在实际生产时，公司可根据下游客户需求变化，配置不同生产设备资源以调整产品结构。2015~2017年，公司产能分别为46.72万吨/年、46.85万吨/年和46.85万吨/年，基本保持稳定，2016年较2015年小幅提升，主要系公司根据客户需要调整产品结构，产品厚度的变化使得需要轧制的道次数量变化，产能相应发生变化所致。2015~2017年，由于销量增长，公司产品产量逐年增长，产能利用率逐年提升。

表7 2015~2017年及2018年1~6月公司产能及产量情况(单位:万吨/年、万吨、%)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
产能	46.72	46.85	46.85	26.05
产量	37.02	41.88	50.82	28.25
产能利用率	79.23	89.39	108.47	108.45

资料来源:公司提供

注:公司产能以生产工序的瓶颈产能环节,即冷轧线产能确定。

从主要产品的产量情况来看,2015~2017年,公司主要产品产量均呈增长趋势,其中电池箔和亲水箔增长率最高,分别为54.86%和34.62%。

表8 2015~2017年及2018年1~6月公司主要产品产量情况(单位:万吨)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
光箔	29,232.94	34,550.53	40,000.51	20,901.65
亲水箔	93,054.08	115,071.61	168,643.44	93,670.11
单零箔	84,734.72	77,137.93	91,783.95	43,901.96
双零箔	81,197.68	91,053.41	93,966.36	63,471.95
普板带	46,511.95	54,284.81	59,303.15	29,314.07
电池箔	7,582.83	15,395.45	18,185.25	7,256.79

资料来源:公司提供

总体看,公司生产线可根据下游客户需求变化进行调整;近年来公司产能基本保持稳定,受销量增长影响,产量逐年增长,产能利用率大幅提升。

(3) 销售

公司销售辐射半径大,销售方式包括直销和经销,其中直销销售收入占比约90%。公司根据不同产品,不同市场,采用不同的销售方式。

国内销售方面,公司国内绝大部分销售采用直销的方式,与客户直接签订销售合同,根据订单规定的产品规格、交货时间等安排生产与送货。公司向重点区域现场派驻销售服务人员,保证第一时间和客户的信息沟通,及时处理问题与提供服务。公司销售人员已经基本覆盖国内各大空调生产商和较大的单双零箔下游客户。通常情况下,公司与客户每年签订年度供货协议,按月接受订单、按月结算,开具发票后一段时间内以银行承兑汇票或现汇等方式结算;对于采购规模较大、长期合作、资信优良的客户,公司给予一定的信用期,通常为15~60天。

国际销售方面,公司出口的产品主要是单零箔、双零箔及部分空调箔,公司国际销售主要采用直销加经销相结合的方式。直销模式下,公司与客户直接签订销售合同,但部分直销客户是通过代理进行客户关系维护,客户意见反馈等;经销模式下,公司将相应产品以买断的方式出售给国内和国外的经销商,由经销商向外出售。采用经销模式的主要原因为公司客户分布在六十多个国家和地区,部分产品需求较为零散,经销商在国外具备更广的销售渠道。结算方式上,对于信用一般的客户或者规格要求较为特殊的产品,通常为款到发货或预收款销售,以电汇结算为主;对于常年合作、

信用较好的客户给予一定信用期。为降低国外客户或信用证开户行因破产或物理偿付货款、拖欠货款等商业风险，公司与中国出口信用保险公司合作，由其对国外客户进行资信调查并确定保险额度，对发生的商业风险（包括货款拖欠、拒付及不接货等）和政策风险（包括汇兑限制、货物限制等）进行赔付。同时，为防范外汇风险，公司与银行合作远期结售汇业务，在一定程度上降低了汇率单边波动带来的损失。

销售价格方面，公司产品销售价格采用行业通用的定价方式“铝锭价+加工费”，铝锭价通常基于发货/订单/结算前一段时间（一般为一个月以内）长江、上海或伦敦等市场现货或期货铝锭价格的均价确定，加工费由产品工序、合金成分以及工艺复杂程度等因素确定，产品价格主要随原材料价格波动。具体来看，空调箔产品客户相对集中，采购规模大，下游客户议价能力较强，售价水平较低；双零箔产品对品质、生产工艺要求较高，售价相对传统的空调箔产品较高。同时，为规避出售时的产品售价下跌带来的损失，公司采取先通过在期货市场开仓（卖单），待存货实现交货销售时再平仓的方式对在手存货进行套期保值。

从销售情况来看，受益于空调、包装、新能源电池等下游行业需求增长，公司积极开拓市场，各产品销量均有所增长，产品销售结构基本保持稳定，其中，2015~2017年，电池箔和亲水箔销量增长幅度最大，年均复合增长率分别为58.17%和33.38%。在“以销定产”的生产模式下，公司产销率维持在较高水平，基本都在97%以上。由于原材料价格波动，公司产品销售价格呈波动上涨趋势。

表9 2015~2017年及2018年1~6月公司主要产品销售情况（单位：吨、元/吨、%）

产品	项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
亲水箔	销量	92,868.65	113,621.13	165,204.90	95,149.43
	均价	16,436.28	15,677.11	17,417.97	17,410.23
	产销率	99.80	98.74	97.96	101.58
光箔	销量	29,390.99	34,320.38	39,861.92	22,016.57
	均价	14,247.88	14,090.50	15,884.80	15,878.69
	产销率	100.54	99.33	99.65	105.33
单零箔	销量	83,161.22	81,073.23	88,659.90	44,061.06
	均价	16,821.77	16,315.70	17,882.80	17,775.47
	产销率	97.15	103.88	95.69	100.36
双零箔	销量	82,477.48	89,913.38	92,937.49	59,267.27
	均价	19,038.44	18,365.86	19,998.88	19,982.93
	产销率	101.58	98.75	98.91	93.38
电池箔	销量	7,078.08	15,094.72	17,708.07	7,770.66
	均价	22,261.57	22,466.95	24,977.48	25,082.99
	产销率	93.34	98.05	97.38	107.08
普板带	销量	47,300.22	54,797.85	58,440.64	29,353.52
	均价	13,932.56	13,801.22	15,508.98	15,578.95
	产销率	101.69	100.95	98.55	100.13

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2015~2017年，公司前五大客户比较稳定，主要为空调生产厂商，销售额分别为12.55亿元、14.12亿元和21.67亿元，占当年销售收入比例分别为19.55%、19.91%和23.55%，客户集中度较低，客户较为稳定。

表 10 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司前五大销售客户情况 (单位: 万元、%)

时间	客户名称	销售产品	销售额	占营业收入比例
2015 年	美的集团	光箔、亲水箔	47,802.20	7.45
	格力集团	光箔、亲水箔、普板带	25,623.18	3.99
	海信集团	光箔、亲水箔、普板带	19,047.62	2.97
	LG 集团	光箔、亲水箔、普板带、电池箔	18,735.07	2.92
	SAUDI FACTORY FOR ALUMINIUM FOIL CONTAINERS	单零箔	14,255.45	2.22
	合计			125,463.52
2016 年	美的集团	光箔、亲水箔	55,958.11	7.89
	格力集团	光箔、亲水箔、普板带	29,721.97	4.19
	海信集团	光箔、亲水箔、普板带	20,664.06	2.91
	日本大金集团	光箔、亲水箔	18,107.46	2.55
	LG 集团	光箔、亲水箔、普板带、电池箔	16,711.53	2.36
	合计			141,163.13
2017 年	美的集团	光箔、亲水箔	76,621.91	8.33
	格力集团	光箔、亲水箔、普板带	59,703.97	6.49
	海信集团	光箔、亲水箔、普板带	31,404.48	3.41
	海尔集团	光箔、亲水箔、普板带	24,767.76	2.69
	日本大金集团	光箔、亲水箔	24,220.45	2.63
	合计			216,718.58
2018 年 1~6 月	美的集团	光箔、亲水箔	39,342.12	7.68
	格力集团	光箔、亲水箔、普板带	37,681.43	7.36
	海信集团	光箔、亲水箔、普板带	20,480.50	4.00
	海尔集团	光箔、亲水箔、普板带	17,660.65	3.45
	奥克斯集团	光箔、亲水箔	11,398.92	2.23
	合计			126,563.61

资料来源: 公司提供

总体看, 公司销售以直销方式为主; 随着订单量的增长, 公司主要产品销量均有所增长, 产销率保持较高水平, 销售价格主要随原材料价格波动; 客户集中度一般, 稳定性较高。

3. 在建工程

公司在建项目主要为年产 5 万吨钎焊式换热器用铝合金及铝合金复合材料建设项目、技改 25 万吨铝板带箔加工和年产 5 万吨动力电池电极用铝合金箔项目, 项目计划总投资 16.82 亿元, 截至 2018 年 6 月底, 已完成投资 5.21 亿元, 未来尚需投资 11.61 亿元, 公司面临着一定资金支出压力。以上项目建成后, 公司铝板带箔产能将进一步增长, 综合实力有望进一步增强。

表 11 截至 2018 年 6 月底公司在建工程情况 (单位: 万元、%)

项目名称	计划投资额	截至 2018 年 6 月底已投资额	尚需投资	预计完工时间	工程进度
年产 5 万吨钎焊式换热器用铝合金及铝合金复合材料建设项目	48,198.00	3,944.00	44,254.00	2019 年底	8.18
技改 25 万吨铝板带箔加工	58,936.19	33,786.15	25,150.04	2019 年上半年	57.33
年产 5 万吨动力电池电极用铝合金箔项目	61,063.81	14,352.85	46,710.96	2019 年下半年	23.50
合计	168,198.00	52,083.00	116,115.00	--	--

资料来源: 公司提供

4. 关联交易

2015~2017年，公司向关联方销售、提供劳务的价值分别为71.31万元、0.11亿元和0.87亿元，占营业收入比重分别为0.01%、0.16%和0.95%，占比较低，主要为对联晟新材出售废料及对银隆新能源股份有限公司²出售产成品。2015~2017年，公司向关联方采购、接受劳务的价值分别为5.54亿元、8.30亿元和8.62亿元，占营业成本的比重分别为9.56%、13.23%和10.38%，主要为对联晟新材和龙鼎铝业的原材料及产成品采购。2015~2017年，公司向关联方出租房屋建筑物，取得的租赁收入分别为223.55万元、222.75万元和208.00万元。2015~2016年，公司与关联方存在资金拆借行为，且规模较大，公司向关联方拆出资金和拆入资金均按照每笔拆借资金的拆出/拆入时间和归还时间统计资金占用的天数，并乘以对应时点的银行同期一年期贷款基准利率上浮20%作为资金占用的利率结算利息，若资金占用的时间段发生银行同期一年期贷款基准利率调整的情况，则分段计息；2017年公司筹划上市相关事宜，截至2017年底，无关联方资金拆借情况。根据公司审计报告的信息，关联方交易的定价均以市场公允价为基础，采用协议方式予以确认。

表12 2015~2017年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方销售、提供劳务		从关联方采购、接受劳务		关联租赁	资金拆借	
	金额	占营业收入比例	金额	占营业成本比例	租赁收入	资金拆出	资金拆入
2015年	71.31	0.01	55,407.23	9.56	223.55	37,307.07	187.57
2016年	1,117.99	0.16	82,984.63	13.23	222.75	5,963.80	10,009.15
2017年	8,722.09	0.95	86,176.70	10.38	208.00	0.00	0.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

总体看，公司从关联方采购、接受劳务占营业成本比例较高，但定价公允；截至2017年底，公司于关联方已无资金拆借；联合评级将持续关注公司关联交易规模的后续变化以及对公司信用水平的影响。

5. 经营效率

2015~2017年，公司应收账款周转次数分别为6.68次、7.02次和7.99次，逐年上升；存货周转次数分别为5.70次、5.37次和5.56次，较为稳定；总资产周转次数分别为0.85次、0.90次和1.14次，呈逐年上升趋势。

从同行业上市公司比较情况看，公司经营效率处于行业平均水平。

表13 同行业上市公司2017年经营效率情况（单位：次）

股票代码	股票简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
600673.SH	东阳光科	7.10	4.87	0.60
002160.SZ	常铝股份	4.80	3.79	0.66
002379.SZ	宏创控股	6.04	17.15	1.02
601677.SH	明泰铝业	22.27	8.53	1.42
603876.SH	鼎胜新材	8.42	5.58	1.14

资料来源：Wind，联合评级整理。

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致；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。

总体看，公司经营效率尚可，处于行业平均水平。

² 公司董事卢春泉在银隆新能源股份有限公司兼任董事

6. 经营关注

(1) 国际市场及汇率波动风险

2018 年全球经济存在很多不确定性、不稳定性,全球主要国家可能开始退出量化宽松货币政策,资本紧缩以及贸易摩擦加剧会导致相当大的金融风险。近年来,公司外销收入占营业收入的比例约 40%,受国际市场影响较大。同时,公司外销采用美元结算,近年来汇率波动较大,公司面临一定的汇兑损失风险。

(2) 原材料价格波动风险

公司生产成本中,铝锭和铝坯料占比约 80%。公司采购和销售定价均参考铝锭均价,由于产品存在生产周期且需要保持合理的库存规模,公司产品的采购和销售参考的铝锭价格存在一定时滞。若铝锭价格在短期内出现剧烈波动特别是大幅下跌时,公司产品销售价格的下降幅度可能大幅高于采购价格下降幅度,从而挤压公司加工费盈利空间,进而导致公司短期内盈利能力大幅下降甚至出现亏损。

(3) 周期性风险

近年来,特别是 2017 年,公司部分产品业绩大幅提升,是受到国家政策、上下游行业联动、行业周期性等多重因素影响,增长趋势是否长期持续存在不确定性。

(4) 营运资金占用风险

结算方式上,公司对上游铝锭供应商主要采用 100% 预付款模式,对下游客户主要采用赊销模式,货款回收周期相对较长,对公司营运资金形成一定占用。如果未来公司销售规模进一步扩大,公司可能会面临短期内营运资金不足的问题。

(5) 在建项目投资规模较大,面临一定资金支出压力

公司在建项目主要为铝箔产能扩建和技改,尚需投资规模较大,公司面临一定的资金压力。而且,铝压延加工行业竞争激烈,公司在建生产线能否全部按期实现量产并达到预期收益存在一定不确定性。

7. 未来发展

公司自成立以来一直从事铝板带箔的研发、生产与销售业务,未来主营业务方向不会发生变化。公司将依托于规模、技术、客户资源、产业链及产品结构等优势,采取“前瞻性研发、精细化投资、规模化生产、全产品覆盖、产业链整合、全球化销售”的战略方向,不断巩固行业地位,提高产品市场份额。同时,公司将以电池箔等产品为突破口,全面进入新能源、新材料等“两新”领域,积极开发、培育及推广“两新”领域产品,不断提高公司盈利能力及市场影响力。

总体看,公司未来主营业务方向不会发生变化,发展规划整体定位明确,有利于公司的长远发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年合并财务报表经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准的无保留审计意见。公司 2018 年 1~6 月财务数据未经审计,相关指标未年化。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。会计政策变更上,公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终

止经营》，自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》。2017 年 12 月 25 日财政部发布财会[2017]30 号《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，针对 2017 年施行的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第 16 号——政府补助》的相关规定，对一般企业财务报表格式进行了修订，新增了“其他收益”、“资产处置收益”、“（一）持续经营净利润”和“（二）终止经营净利润”等报表项目，并对营业外收支的核算范围进行了调整，公司均按照修改后的会计政策编制财务报告，对财务数据连续性影响较小。

从合并范围变化来看，2015 年，公司合并范围内包括 9 家子公司；2016 年，公司合并范围内新设 3 家子公司，清算 2 家子公司，共包括 10 家子公司；2017 年，公司合并范围内新设 1 家子公司，共包括 11 家子公司；截至 2018 年 6 月底，公司纳入合并报表范围的子公司共 11 家，较年初无变化。公司合并范围存在一定变动，但公司主要经营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 80.64 亿元，负债总额 56.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.46 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 92.00 亿元，净利润（含少数股东损益）2.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.28 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 90.59 亿元，负债总额 58.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 32.08 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 51.19 亿元，净利润（含少数股东损益）1.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.49 亿元。

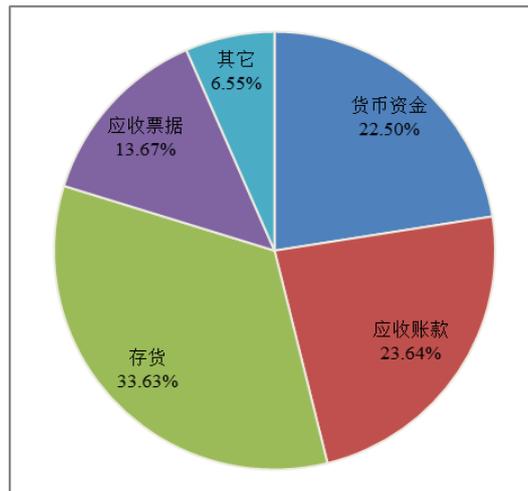
2. 资产质量

2015~2017 年，在经营规模扩大带动下，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 2.90%。截至 2017 年底，公司合并资产总额为 80.64 亿元，较年初增长 0.13%；流动资产和非流动资产占比分别为 59.90%和 40.10%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模基本保持稳定。截至 2017 年底，公司流动资产总额 48.30 亿元，较年初下降 3.98%，主要由货币资金（占比 22.50%）、应收票据（占比 13.67%）、应收账款（占比 23.64%）和存货（占比 33.63%）构成。

图 4 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金逐年下降，年均复合下降 27.68%。截至 2017 年底，公司货币资金 10.87 亿元，较年初下降 43.58%，主要系票据融资规模下降导致的票据保证金余额下降及票据贴现比例减少导致的贴现所得资金减少所致。公司货币资金包括库存现金（占比 0.03%）、银行存款（占比 48.78%）和其他货币资金（占比 51.19%）。截至 2017 年底，公司其他货币资金共计 5.56 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、借款和信用证保证金等，均为使用受限的货币资金；银行存款中也有 1.01 亿元用于质押开立银行承兑汇票、信用证、借款等；公司使用受限的货币资金总额为 6.57 亿元，占货币资金比例为 60.45%，受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收票据逐年大幅增长，年均复合增长 226.12%，主要系公司根据市场利率情况调整融资结构，增加银行借款规模并减少票据贴现规模所致。截至 2017 年底，公司应收票据 6.60 亿元，较年初增加 3.98 亿元；其中，银行承兑汇票占比 95.70%，商业承兑汇票占比 4.30%；公司已质押应收票据 6.21 亿元，占应收票据比例为 94.00%，受限占比高。

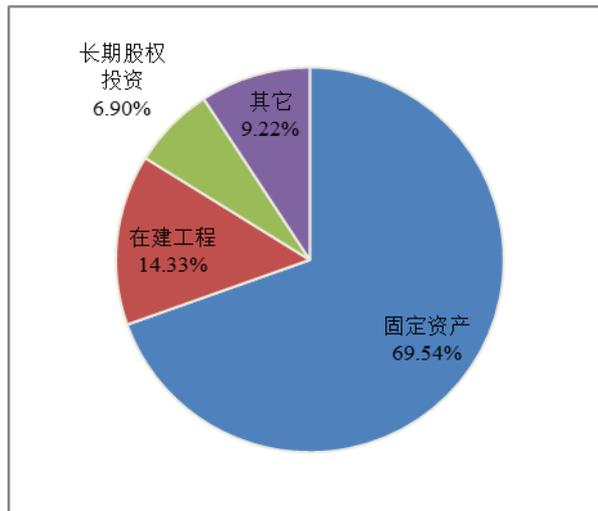
2015~2017 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 14.27%，主要系业务规模扩大所致，占各年度营业收入的比例维持在 12%~15%之间。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 11.42 亿元，较年初增长 9.55%；公司主要按信用风险特征组合计提坏账准备（占比 99.95%），累计计提 0.62 亿元，计提比例为 5.13%。截至 2017 年底，账龄在 1 年以内的部分占应收账款账面余额的比例为 99.09%，账龄较短；公司应收账款金额前五名合计欠款 2.12 亿元，占应收账款账面余额的比例为 17.61%，应收账款集中度一般。

2015~2017 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 28.92%，主要系公司产销规模扩大以及铝锭价格上涨所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 16.24 亿元，较年初增长 20.00%；存货主要由原材料（占比 18.06%）、在产品（占比 35.72%）、库存商品（占比 31.36%）、发出商品（占比 9.19%）和委托加工物资（占比 4.19%）等构成。截至 2017 年底，公司全部存货共计提跌价准备 198.85 万元，计提比例 0.12%，公司主要产品市场竞争激烈，且销售价格主要随原材料价格波动，存在一定的跌价风险。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 9.18%，主要系固定资产和在建工程增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产总额 32.34 亿元，较年初增长 6.96%，主要由长期股权投资（占比 6.90%）、固定资产（占比 69.54%）和在建工程（占比 14.33%）构成。

图 5 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年下降，年均复合下降 3.64%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为对合营企业联晟新材的投资；其账面价值 2.23 亿元，较年初下降 5.51%，主要系权益法下确认联晟新材 0.13 亿元的投资损失所致；公司未对长期股权投资计提减值准备，如未来联晟新材经营业绩不达预期，公司长期股权投资存在一定的减值风险。

2015~2017 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 6.03%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 22.49 亿元，较年初增长 8.76%，主要系铝板带箔扩建工程部分转固以及融资租赁租入专用设备所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 24.33%）、通用设备（占比 0.39%）、专用设备（占比 74.91%）和运输工具（占比 0.37%）构成。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 8.48 亿元，累计计提减值准备 109.84 万元，成新率为 72.58%，成新率尚可。

2015~2017 年，随着铝板带箔扩建工程的建设推进，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 67.02%。截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 4.64 亿元，较年初增长 38.96%，主要系铝板带箔扩建工程投入增加 4.89 亿元所致；公司未计提在建工程减值准备。

截至 2017 年底，公司使用受限的资产账面价值共计 34.11 亿元，占总资产的比例为 42.30%，受限比例较高。

表 14 截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	受限金额	占资产总额比例	受限原因
货币资金	6.57	8.15	质押开立银行承兑汇票、信用证、借款等
应收票据	6.21	7.70	质押开立银行承兑汇票、借款
应收账款	2.88	3.58	质押用于借款
投资性房地产	0.50	0.62	抵押用于借款及融资租赁
存货	6.25	7.75	抵押用于借款及开立银行承兑汇票
其他流动资产	1.00	1.24	质押开立银行承兑汇票
固定资产	9.84	12.20	质押开立银行承兑汇票、信用证、借款等
无形资产	0.85	1.05	质押开立银行承兑汇票、信用证、借款等
合计	34.11	42.30	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 90.59 亿元，较年初增长 12.35%，主要系货币资金与应

收账款增长所致；流动资产和非流动资产占比分别为 63.41% 和 36.59%，流动资产占比进一步提高。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主；流动资产中应收账款和存货占比较高，对营运资金占用较大；非流动资产中固定资产和在建工程占比较高，公司受限资产比例较高，整体资产质量一般。

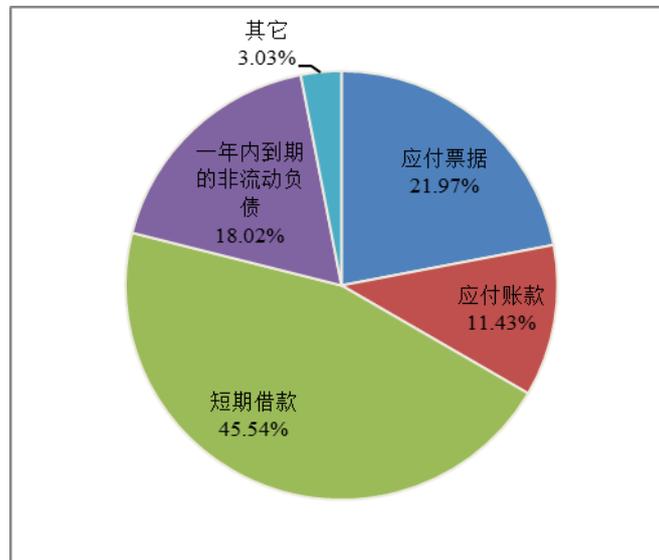
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债规模波动下降，年均复合下降 1.14%，主要系流动负债减少所致。截至 2017 年底，公司负债总额 56.76 亿元，较年初下降 3.92%；以流动负债为主，占比为 90.00%。

2015~2017 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 3.24%，主要系应付票据减少所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 51.08 亿元，较年初增长 1.48%，主要由短期借款（占比 45.54%）、应付票据（占比 21.97%）、应付账款（占比 11.43%）和一年内到期的非流动负债（占比 18.02%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 24.06%，主要系 2016 年银行借款利率相对较低，公司增加了短期借款融资所致。截至 2017 年底，公司短期借款合计 23.26 亿元，较年初增长 4.40%；公司短期借款主要由保证借款（占 17.81%）、质押借款（占比 21.70%）、保证及抵押借款（占比 45.72%）和保证及质押借款（占比 12.19%）构成。

2015~2017 年，公司应付票据逐年下降，年均复合下降 35.19%，主要系公司调整融资结构，增加银行借款在负债结构中的比例所致。截至 2017 年底，公司应付票据为 11.22 亿元，较年初下降 35.68%。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 5.18%。截至 2016 年底，公司应付账款 4.92 亿元，较年初下降 6.87%；截至 2017 年底，公司应付账款 5.84 亿元，较年初增长 18.81%，主要系产销规模扩大；公司应付账款主要为应付货款（占 89.71%）和应付工程款、设备款（占 10.29%）。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 4.48 亿元、2.63 亿元和 9.21 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 43.39%，主要系即将到期的长期借款规模变动所致。

2015~2017 年，公司非流动负债受长期借款影响波动增长，年均复合增长 27.19%。截至 2016

年底，公司非流动负债合计 8.74 亿元，较年初增长 148.99%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 5.68 亿元，较年初下降 35.03%；公司非流动负债由长期借款（占比 21.26%）、长期应付款（占比 65.26%）和递延收益（占比 13.48%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 35.50%。截至 2016 年底，公司长期借款 7.08 亿元，较年初增加 4.18 亿元，主要系 2016 年银行借款利率相对较低，公司银行借款方式融资较多所致。截至 2017 年底，公司长期借款 1.21 亿元，较年初减少 5.87 亿元，主要系一年内到期的长期借款转入流动负债所致；公司长期借款主要由保证借款（占比 99.46%）和抵押借款（占比 0.54%）构成。

公司长期应付款主要系公司开展融资租赁业务，将于以后年度支付的租赁款。2015~2017 年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长 469.06%，主要系新增融资租赁业务导致应付融资租赁款增加所致。截至 2017 年底，公司长期应付款 3.70 亿元，较年初增加 2.91 亿元。

2015~2017 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 24.45%，主要受未实现售后租回损益变动影响。截至 2016 年底，公司递延收益 0.86 亿元，较年初增长 73.75%，主要系 2016 年新增的固定资产售后租回形成融资租赁业务形成的未实现售后租回损益增加所致。截至 2017 年底，公司递延收益 0.77 亿元，较年初下降 10.86%，主要系未实现售后租回损益与政府补助均有所减少所致。

全部债务方面，2015~2017 年，公司全部债务规模较为稳定，年均复合增长 0.04%。截至 2017 年底，公司全部债务 49.46 亿元，较年初下降 2.02%；其中短期债务占比 88.43%，长期债务占比 11.57%，债务结构以短期债务为主，有待进一步调整。

2015~2017 年，受负债规模波动下降影响，公司资产负债率持续下降，分别为 76.24%、73.35% 和 70.38%，但仍属较高；受所有者权益持续增长影响，全部债务资本化比率持续下降，分别为 73.20%、70.17% 和 67.44%；长期债务资本化比率波动上升，分别为 14.34%、27.17% 和 19.33%。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 58.08 亿元，其中流动负债 48.03 亿元（占比 82.71%），较上年底下降 5.96%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；非流动负债 10.04 亿元（占比 17.29%），较上年底增长 76.96%，主要系长期借款增加所致；公司负债仍以流动负债为主。

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务 49.87 亿元，较上年底增长 0.84%；其中，短期债务 39.88 亿元（占比 79.95%），长期债务 10.00 亿元（占比 20.05%）；短期债务占比较上年底有所下降，但仍以短期债务为主。截至 2018 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化率，分别为 64.11% 和 60.53%，较上年底分别下降 6.28 个百分点和 6.90 个百分点，主要系公司首次公开发行股票成功，所有者权益规模扩大所致；公司长期债务资本化比率为 23.52%，较上年底上升 4.19 个百分点，主要系长期借款增加所致；整体看，公司债务负担有所减轻。

总体看，近年来，公司负债规模波动下降，但资产负债率仍处高位；整体债务负担较重，且短期偿债压力较大。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 14.88%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 23.88 亿元，较年初增长 11.28%，主要系未分配利润增长所致；其中归属母公司所有者权益占比 98.24%；归属母公司所有者权益中，实收资本占比 15.56%，资本公积占比 34.80%，盈余公积占比 4.24%，未分配利润占比 44.50%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益总体稳定性一般。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益 32.52 亿元，较年初增长 36.15%，主要系公司于 2018 年上半年完成首次公开发行 6,500 万股 A 股股票所致；其中归属于母公司所有者权益占比 98.65%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 13.41%，资本公积占比 48.40%，盈余公积占比 3.10%，未

分配利润占比 34.43%，资本公积占比较年初有所提升。

总体看，近年来，公司所有者权益规模逐年增长，但所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般；公司于 2018 年上半年完成首次公开发行 6,500 万股 A 股股票，所有者权益规模进一步上升。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入规模逐年增长，年均复合增长 19.73%，主要系产品销量持续增加所致；2017 年，公司实现营业总收入 92.00 亿元，较上年增长 29.78%。2015~2017 年，公司净利润波动增长，分别为 1.65 亿元、3.38 亿元和 2.80 亿元，年均复合增长 30.43%，其中 2017 年较 2016 年减少 17.24%，主要系财务费用增长所致。受此影响，2015~2017 年，归属于母公司所有者的净利润分别为 1.61 亿元、3.34 亿元和 2.73 亿元，年均复合增长 30.06%。

期间费用方面，2015~2017 年，期间费用规模波动增长，分别为 4.58 亿元、3.97 亿元和 5.32 亿元，年均复合增长 7.77%；其中，2015~2017 年，销售费用逐年增长，分别为 1.78 亿元、1.89 亿元和 2.15 亿元，年均复合增长 9.94%，主要系运输费支出增加所致；管理费用逐年增长，分别为 1.18 亿元、1.28 亿元和 1.34 亿元，年均复合增长 6.60%；财务费用分别为 1.62 亿元、0.79 亿元和 1.83 亿元，其中 2016 年较 2015 年下降 50.99%，主要系票据贴现规模下降所致，2017 年较 2016 年增长 130.09%，主要系人民币升值导致产生较大的汇兑损失以及借款规模增加导致借款利息支出增加所致。从费用控制能力来看，2015~2017 年，公司费用收入比波动下降，分别为 7.14%、5.59%和 5.78%，公司费用控制能力有所增强，但期间费用对营业利润仍存在一定侵蚀。

2015~2017 年，公司资产减值损失分别为-864.34 万元、-79.04 万元和 744.52 万元，波动较大，主要系应收账款余额变动导致坏账损失波动以及存货跌价损失变动所致。2015~2017 年，公司投资收益分别为 4,881.14 万元、-504.26 万元和-177.53 万元，波动较大；其中，2015 年公司投资收益规模较大，主要系商品期货合约平仓收益较大所致，2016~2017 年投资收益为负主要系以权益法核算的对联晟新材的投资收益为负所致。2015~2017 年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降 49.23%，公司营业外收入占当期利润总额的比例分别为 5.65%、5.85%和 0.86%，其中 2017 年下降较多主要系政府补助计入其他收益所致；2017 年，公司新增其他收益 1,175.79 万元，占当期利润总额的 3.48%，主要为镇江市政府给予的各类补贴。

从盈利能力指标看，2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 4.76%、6.49%和 6.11%，总资产报酬率分别为 4.56%、6.58%和 6.23%，净资产收益率分别为 10.27%、17.10%和 12.34%，均呈现波动增长趋势。从铝压延加工行业主要上市公司盈利情况来看，公司处于行业中等水平。

表 15 同行业上市公司 2017 年盈利情况（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
600673.SH	东阳光科	9.49	7.12	13.18
002160.SZ	常铝股份	18.61	4.04	5.28
002379.SZ	宏创控股	3.67	2.95	3.21
601677.SH	明泰铝业	8.96	6.48	7.64
603876.SH	鼎胜新材	9.74	5.85	12.24

资料来源：Wind

注：1、为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；2、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；3、为进一步增强不同公司销售毛利率的可比性，表中东阳光科的销售毛利率为 2017 年该公司合金材料业务的毛利率，常铝股份的销售毛利率为 2017 年该公司铝箔制品业务的毛利率。

2018年1~6月，公司实现营业收入51.19亿元，较上年同期增长18.13%，主要系销售规模扩大所致；实现净利润1.05亿元，较上年同期增长8.35%。

总体看，近年来，在产品销量持续增加的拉动下，公司收入实现逐年增长，费用控制能力有所增强；受铝锭价格与期间费用波动影响，整体盈利能力波动提升。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量波动增长，分别为49.55亿元、47.98亿元和69.02亿元，年均复合增长18.02%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主；其中2016年经营活动现金流入较上年下降3.18%，而营业收入较上年增长10.47%，主要系公司销售收入增长，更多采用票据结算，使得销售商品、提供劳务收到的现金增长幅度低于营业收入增长幅度所致。2015~2017年，公司经营活动现金流出量分别为42.28亿元、52.09亿元和69.61亿元，年均复合增长28.30%，主要系业务规模不断扩大，采购款增加所致，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。受上述因素影响，2015~2017年，经营活动产生的现金净流量分别为7.27亿元、-4.12亿元和-0.59亿元。从收入实现质量来看，由于公司销售结算以票据为主，2015~2017年，公司现金收入比较低，分别为59.92%、54.29%和63.09%，收入实现质量有待改善。

投资活动现金流方面，受公司控股股东及其关联方向公司逐步停止资金拆借，并偿还资金拆借款影响，2015~2017年，公司投资活动现金流入逐年下降，分别为13.66亿元、10.64亿元和4.27亿元，年均复合下降44.06%；投资活动现金流出逐年下降，分别为15.61亿元、7.50亿元和3.11亿元，年均复合下降55.33%；公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.95亿元、3.14亿元和1.16亿元。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入逐年下降，分别为73.35亿元、70.52亿元和52.96亿元，年均复合下降15.03%，主要系内部交易贴现票据规模下降所致³。2015~2017年，公司筹资活动现金流出逐年下降，分别为77.96亿元、66.37亿元和55.22亿元，年均复合下降15.83%，主要以偿还债务所支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金为主；公司筹资活动现金流量净额为-4.61亿元、4.15亿元和-2.26亿元。

2018年1~6月，公司经营活动现金流量净额为-2.35亿元，投资活动现金流量净额-2.90亿元，筹资活动现金流量净额8.70亿元，现金及现金等价物净增加额为3.49亿元。

总体看，近年来，受票据结算影响，公司经营活动现金流状况有待改善，2016年以来呈净流出状态，投资与筹资活动现金流受公司控股股东及其关联方资金拆借的影响较大，由于公司销售结算以票据为主，收入实现质量一般，外部融资需求很大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率分别为0.90倍、1.00倍和0.95倍；速动比率分别为0.72倍、0.73倍和0.63倍，流动资产对流动负债的保护程度一般。2015~2017年，现金短期债务比波动下降，分别为0.50倍、0.52倍和0.40倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

³ 公司流动资金需求较大，为缓解资金压力，存在与控股子公司、关联方及少数供应商之间开具无真实贸易背景的银行承兑汇票，再通过银行贴现获得融资的情形。对于上述公司不规范使用票据的行为，涉及的银行已于2017年6月出具相应的确认函：自2014年1月1日起至说明出具日，公司与银行的业务合作均在正常授信范围内进行，所获贷款等融资全部用于公司的日常生产经营，公司于银行的所有贷款等融资均根据约定如期还本付息，未出现过贷款逾期、违约等情形，未对金融稳定和金融支付结算时秩序产生不利影响。目前，公司与银行业务合作一切正常，不存在任何合作纠纷与争议，银行对公司不存在任何收取罚息或采取其他惩罚性法律措施的情形。另外，中国人民银行镇江市中心支行于2018年1月出具《证明》：自2014年1月1日至证明出具之日，公司不存在因违反《票据法》、《支付结算管理办法》、《人民币银行结算账户管理办法》等相关规定而被人民银行实施行政处罚的重大违法违规行为，未对镇江辖区内金融支付结算秩序产生不利影响，未因此造成经济纠纷和损失。

从长期偿债能力指标看, 2015~2017年, 公司 EBITDA 逐年增长, 分别为 5.23 亿元、7.14 亿元和 7.26 亿元, 年均复合增长 17.74%, 主要系利润总额增长所致。2017 年, 公司 EBITDA 主要由利润总额(占比 46.62%)、折旧(占比 28.73%)和计入财务费用的利息支出(占比 22.55%)构成。2015~2017 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.25 倍、5.93 倍和 4.11 倍, EBITDA 对利息的保护程度尚可; 公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.14 倍和 0.15 倍, EBITDA 对全部债务覆盖程度一般。整体看, 公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 6 月底, 公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2018 年 6 月底, 公司对外担保余额为 5.92 亿元, 占净资产比例为 18.18%。对外担保余额中有 5.22 亿元为对合营企业联晟新材的担保。公司对外担保比率较高, 且 2015~2017 年, 联晟新材由于处于建设期导致持续亏损, 净利润分别为-842.60 万元、-831.95 万元和-2,567.29 万元, 公司存在一定的代偿风险。

截至 2018 年 6 月底, 公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系, 获得银行授信额度为 34.21 亿元, 尚未使用额度 2.73 亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。公司作为上市公司, 具有直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(机构信用代码: 9132110075321015XF), 截至 2018 年 8 月 24 日, 公司无未结清的关注类、不良类贷款信息记录; 在已结清的信贷信息中, 有 3 笔欠息、11 笔垫款、42 笔关注类贷款、11 笔关注类贸易融资、3 笔关注类票据贴现和 7 笔关注类银行承兑汇票。针对 3 笔欠息, 相关银行均已出具银行系统对接失误的非恶意说明, 公司均已及时结清。

总体看, 近年来, 公司长短期偿债能力指标表现一般, 且对外担保比率较高, 存在一定的代偿风险。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 6 月底, 公司全部债务为 49.87 亿元, 本次拟发行可转换公司债券额度为 12.54 亿元, 占公司全部债务规模的比例为 25.14%, 对公司债务水平影响较大。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础, 假设本次募集资金净额为 12.54 亿元, 在其他因素不变的情况下, 债券发行后, 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由 64.11%、60.53%和 23.52%上升至 68.47%、65.75%和 40.94%, 公司的负债水平上升, 债务负担进一步加重。考虑到可转换债券具有转股的可能性, 如果公司股价未来上涨超过转股价, 公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益, 将有利于公司资产负债率的下降。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础, 公司 2017 年 EBITDA 为 7.26 亿元, 为本次可转换公司债券发行额度(12.54 亿元)的 0.58 倍, EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般; 2017 年经营活动产生的现金流入为 69.02 亿元, 为本次可转换公司债券发行额度(12.54 亿元)的 5.50 倍, 公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

从本次债券的发行条款来看, 公司作出了转股价格修正条款(在本次发行的可转换公司债券存续期间, 当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 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表决), 同时制定了有条件赎回条款(如果连续 30 个交易日中至少 15 日收盘价不低于转股价 130% (含 130%), 或未转股金额不足

3,000 万元时)，公司有权按照面值加当期利息赎回全部或部分未转股可转债，公司还制定了有条件回售条款（在最后两个计息年度，如股票连续 30 个交易日收盘价格低于当期转股价的 70%，持有人有权将全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司），以及附加回售条款（如可转债募投项目与公司承诺情况相比发生重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人享有一次回售的权利）。上述条款有利于鼓励债券投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，实际需要偿还的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债率将较刚发行时有所降低。

综合以上分析，并考虑公司在行业地位、生产规模、技术水平和客户质量等方面的综合竞争优势，联合评级认为，本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险很低。

九、综合评价

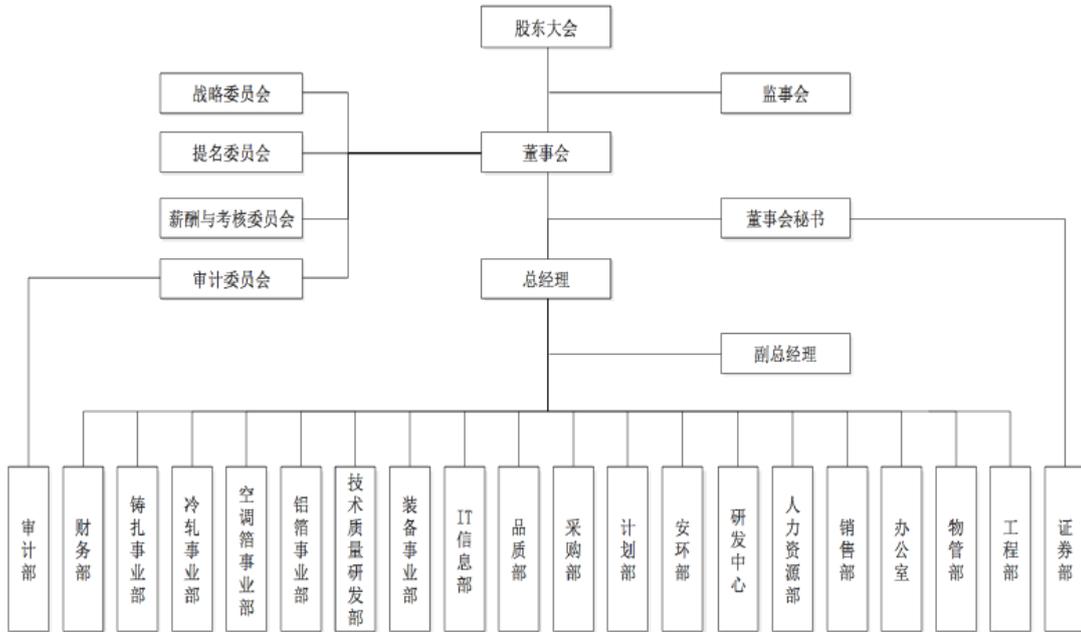
联合评级对公司的评级反映了公司作为国内铝压延加工行业的龙头企业，在行业地位、产能规模、客户质量和技术水平等方面具有的综合竞争优势。近年来，受益于下游行业需求增长，公司收入规模和资产规模保持稳定增长。2018 年 4 月，公司完成首次公开发行股票，资本实力和整体抗风险能力得到增强。同时，联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动较大、大额存货和应收账款对营运资金占用较大、资产受限比例较高、债务负担较重且短期偿债压力较大、对外担保金额较大以及 2016 年以来经营活动现金流持续净流出等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目逐步竣工投产，公司产销规模将进一步增加，其综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟用于铝板带箔生产线技术改造升级项目、年产 6 万吨铝合金车身板产业化建设项目和补充流动资金。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司资本结构将进一步优化，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 江苏鼎胜新能源材料股份有限公司 组织结构图



附件 2 江苏鼎胜新能源材料股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额 (亿元)	76.16	80.53	80.64	90.59
所有者权益 (亿元)	18.10	21.46	23.88	32.52
短期债务 (亿元)	46.39	42.47	43.74	39.88
长期债务 (亿元)	3.03	8.01	5.72	10.00
全部债务 (亿元)	49.42	50.48	49.46	49.87
营业收入 (亿元)	64.18	70.89	92.00	51.19
净利润 (亿元)	1.65	3.38	2.80	1.05
EBITDA (亿元)	5.23	7.14	7.26	--
经营性净现金流 (亿元)	7.27	-4.12	-0.59	-2.35
应收账款周转次数 (次)	6.68	7.02	7.99	--
存货周转次数 (次)	5.70	5.37	5.56	--
总资产周转次数 (次)	0.85	0.90	1.14	0.60
现金收入比率 (%)	59.92	54.29	63.09	46.38
总资产收益率 (%)	4.76	6.49	6.11	--
总资产报酬率 (%)	4.56	6.58	6.23	--
净资产收益率 (%)	10.27	17.10	12.34	3.74
营业利润率 (%)	9.45	11.20	9.43	8.51
费用收入比 (%)	7.14	5.59	5.78	5.33
资产负债率 (%)	76.24	73.35	70.38	64.11
全部债务资本化比率 (%)	73.20	70.17	67.44	60.53
长期债务资本化比率 (%)	14.34	27.17	19.33	23.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.25	5.93	4.11	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.14	0.15	--
流动比率 (倍)	0.90	1.00	0.95	1.20
速动比率 (倍)	0.72	0.73	0.63	0.90
现金短期债务比 (倍)	0.50	0.52	0.40	0.56
经营现金流流动负债比率 (%)	13.32	-8.18	-1.15	-4.88
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.42	0.57	0.58	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2018 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4、公司长期应付款中的应付融资租赁费已计入长期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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)
本次债券偿债能力	
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+长期应付款

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+应付短期融资款+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。

联合信用评级有限公司关于 江苏鼎胜新能源材料股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年江苏鼎胜新能源材料股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

江苏鼎胜新能源材料股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。江苏鼎胜新能源材料股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注江苏鼎胜新能源材料股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现江苏鼎胜新能源材料股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如江苏鼎胜新能源材料股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至江苏鼎胜新能源材料股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送江苏鼎胜新能源材料股份有限公司、监管部门等。

