

信用等级公告

联合[2018]446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河南明泰铝业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：

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：

二零一八年十月十五日

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>

河南明泰铝业股份有限公司

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 203,111 万元（含）**
 债券期限：**自发行之日起六年**
 转股期限：**自可转换公司债券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，最后一期利息随本金一起支付**

评级时间：2018 年 10 月 15 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)	55.70	59.49	86.42	90.73
所有者权益 (亿元)	37.89	40.74	55.19	58.33
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	3.00
全部债务 (亿元)	14.11	13.23	24.43	25.37
营业收入 (亿元)	62.96	74.81	103.66	59.60
净利润 (亿元)	1.93	2.88	3.68	2.71
EBITDA (亿元)	3.98	5.55	7.11	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.09	0.70	-2.81	-11.17
营业利润率 (%)	7.05	8.15	8.70	9.35
净资产收益率 (%)	5.82	7.32	7.68	4.77
资产负债率 (%)	31.97	31.51	36.14	35.71
全部债务资本化比率 (%)	27.13	24.51	30.69	30.31
流动比率 (倍)	2.05	1.92	1.66	1.89
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.28	0.42	0.29	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	35.04	123.60	151.09	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.20	0.27	0.35	--

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、其他应付款已计入短期债务。4、2018 年 1-6 月财务数据已经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对河南明泰铝业股份有限公司（以下简称“明泰铝业”或“公司”）的评级反映了公司作为铝深加工企业，在行业地位、产品种类、产销规模等方面具备竞争优势。近年来，公司产能利用率及产销率保持在较高水平，收入规模和盈利规模持续提高，债务规模保持在较低水平。同时，联合评级也关注到铝加工行业竞争激烈、公司盈利状况受铝锭价格波动影响较大，公司债务集中于短期等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着高精度交通用铝板带项目、年产 2 万吨交通用铝型材项目以及年产 12.5 万吨车用铝合金项目的逐步投产，公司产品结构将明显改善，其市场竞争地位将更加稳固，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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。

基于对公司主体长期信用状况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，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

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处国内领先水平。

3. 公司产能利用率及产销率保持在较高水平，收入规模波动增长，同时盈利规模呈增长趋势；公司费用控制能力强。

4. 公司债务负担较轻，同时，公司为上海

证券交易所上市公司，直接融资渠道通畅。

5. 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. 公司债务的偿付期限集中于短期，债务结构有待改善。

分析师

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

李 莹

电话：010-85172818

邮箱：liy@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：



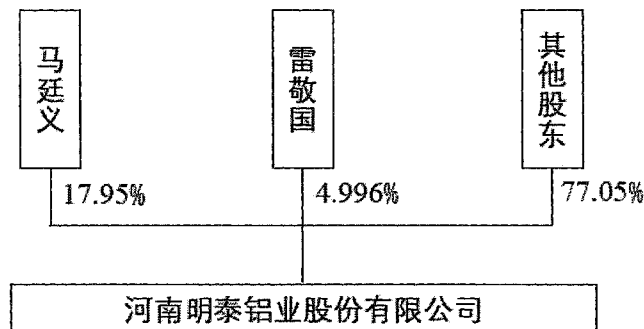
一、主体概况

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的批复》（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的批复》（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6月底，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17.95%。公司控股股东及实际控制人为马廷义先生。

图1 截至2018年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司业务以铝制品加工为主营业务，经营范围包括：制造空调箔，电缆箔，铜箔，防盗瓶盖带，铝板带箔，铜板。经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外。

截至2018年6月底，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）；在职员工3,880人。

截至2017年底，公司合并资产总额86.42亿元，负债合计31.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计55.19亿元，归属于母公司的所有者权益53.37亿元。2017年，公司实现营业总收入103.66亿元，净利润（含少数股东损益）3.68亿元，归属于母公司所有者的净利润3.52亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.81亿元，现金及现金等价物净增加额1.81亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额90.73亿元，负债合计32.40亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.33亿元，其中归属于母公司的所有者权益56.87亿元。2018年1~6月，公司实现营

业收入 59.60 亿元，净利润（含少数股东损益）2.71 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-11.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.02 亿元。

公司地址：巩义市回郭镇开发区；法定代表人：马廷义。

二、本次债券概况

1. 本次可转换公司债券概况

本次可转换公司债券名称为“河南明泰铝业股份有限公司公开发行可转换公司债券”，本次可转换公司债券的发行总额不超过人民币 203,911 万元（含），具体发行数额由公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在上述额度范围内确定。本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起六年。本次发行的可转换公司债券每张面值为人民币 100 元，按面值发行。本次发行的可转换公司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及董事会授权人士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，不超过国务院限定的利率水平。本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转换公司债券发行首日，可转换公司债券持有人所获得利息收入的应付税项由可转换公司债券持有人承担。本次可转换公司债券的具体发行方式由股东大会授权公司董事会及董事会授权人士与本次发行的保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券的发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司上海分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）。

本次债券无担保。

（1）转股条款

转股期限：本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券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。

转股股数确定方式：本次发行的可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算方式为： $Q=V/P$ ，并以去尾法取一股的整数倍。其中： V 为可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额； P 为申请转股当日有效的转股价。可转换公司债券持有人申请转换成的股份须是一股的整数倍。转股时不足转换为一股的可转换公司债券余额，公司将按照有关规定在可转换公司债券持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该部分可转换公司债券票面余额及其所对应的当期应计利息。

转股价格：本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十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 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格向下修正：

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三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格 90%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，该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，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日的公司股票交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

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

本次发行的可转换公司债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格提请股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在本次发行时根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款：

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

(A) 在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

(B) 当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

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

(3) 回售条款

有条件回售条款：

自本次可转换公司债券第五个计息年度起，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

自本次可转换公司债券第五个计息年度起，可转换公司债券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可转换公司债券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，可转换公司债券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换公司债券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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将全部或部分其持有的可转换公司债券按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。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，本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

本次发行可转换公司债券募集资金总额扣除发行费用后拟投资于“铝板带生产线升级改造项目”。本项目建设投资 220,728 万元（其中外汇为 11,637 万欧元）、建设期利息 837 万元，流动资金 50,430 万元，合计项目总投资为 271,995 万元（含外汇 11,637 万欧元）。本项目拟在新厂区原有板带车间内，将（1+1）热轧升级改造为宽幅（1+4）热轧机组，并新增设备用于预拉伸板、热轧卷的生产；在老厂区内，拆除原有老旧冷轧车间，新建冷轧车间，并新增设备用于冷轧铝板带的生产。本项目生产规模为 250,000t/a，其中中厚板产品 25,000t/a，热轧卷材产品 100,000t/a，冷轧带材产品 85,000t/a，冷轧板材产品 40,000t/a。本项目主要产品包括对生产技术要求较高的铝合金预拉伸板、中厚板；集装箱用铝板、车厢箱体用铝板、油罐车用热轧卷等交通用铝合金板带材；市场需求量较大的铝合金建筑围护板、罐盖拉环料、手机电池壳用铝合金板带材等产品。其中，中厚板产品为原有普通中厚板产品升级换代。本项目预计建设总工期 2 年，达产期为 3 年。

若本次发行实际募集资金净额低于拟投入项目的资金需求额，不足部分由公司自筹解决。募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自有资金或其它方式筹集的资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。本项目达产后主要经济效益指标具体如下。

表 1 铝板带生产线升级改造项目达产后主要经济效益指标

指标	数值	备注
营业收入（万元/年）	408,585	运营期平均
净利润（万元/年）	33,770	运营期平均
项目投资财务内部收益率（%）	15.90	税后
项目投资回收期（年）	7.5	税后，含建设期
总投资收益率（%）	16.60	--
资本金净利润率（%）	50.20	--
盈亏平衡点（%）	42.02	达产第 1 年

资料来源：公司提供

总体看，本次可转换公司债券募投项目规划较为详细，未来该项目达产后，具有较好的经济效益和社会效益，有利于企业的长远发展。

三、行业分析

公司目前已经形成以铝合金加工为主的产业布局，以下分析主要涉及铝产业链。

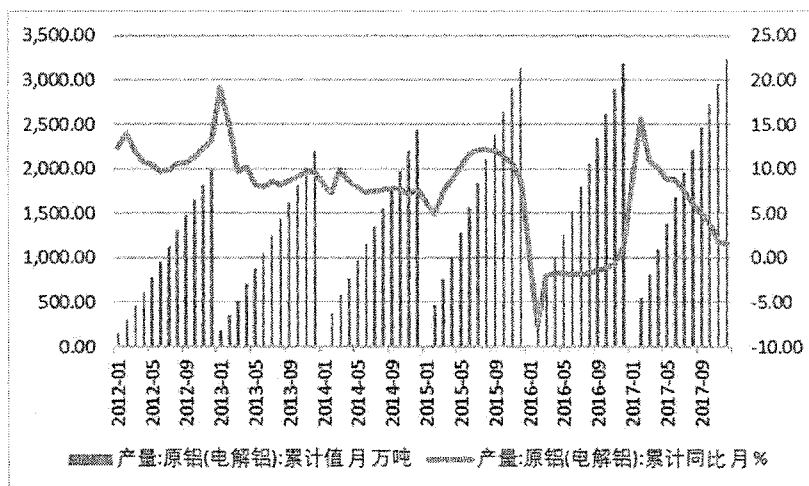
1. 行业概况

铝是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高，属于典型的需求驱动的周期性行业。

铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业。中国现已成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国，但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝价波动较大。铝加工行业则处于产业链终端，在国民经济持续较快增长的拉动下，中国铝材消费量

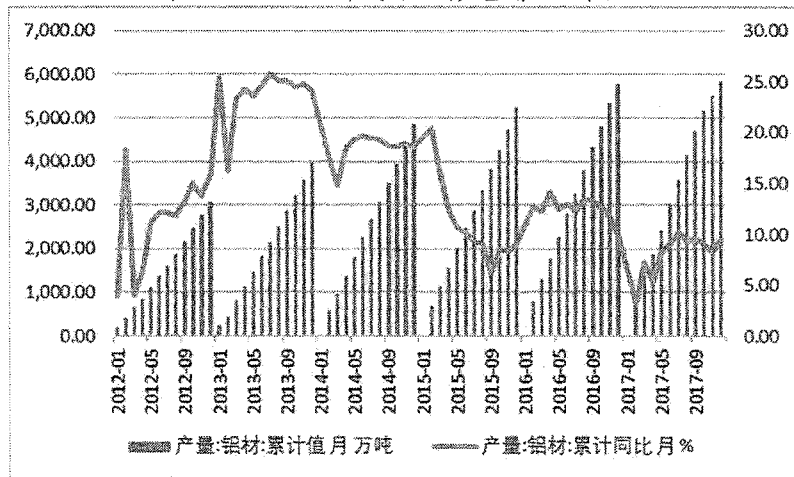
不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于电解铝，中国铝材市场总体保持供求平衡，但也存在产品结构不合理，结构性产能过剩等问题。2012~2017年，我国原铝产量波动下降，铝材产量稳定增长（如下图所示）。随着中国工业化、城镇化、市场化和国际化进程的加快，居民消费结构升级，我国铝工业将保持较大的市场需求，但铝材的消费结构将面临一定调整。

图2 2012~2017年我国原铝产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

图3 2012~2017年我国铝材产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

总体看，中国铝材市场总体供求平衡，未来一定时期内铝产品的消费需求仍将较为旺盛，但消费结构将面临一定调整。

2. 上游原料

铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占35%~40%，用电成本约占40%~45%。由于电解铝生产企业多具备自备电厂，且基本为火电站，所以用电成本反映为电煤价格，原铝的供给主要受铝土矿和电煤价格波动影响。受铝土矿对外依存度大和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。因此，结合电解铝和铝加工的一体

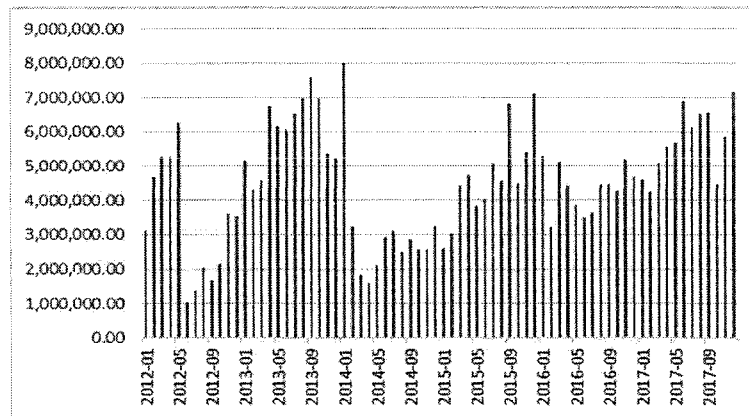
化企业通常具备较强的盈利能力和抗市场波动能力。

(1) 铝土矿

根据美国地质调查局（USGS）数据，2016 年全球铝土矿储量约 283 亿吨，储采比高达 130 倍左右，几内亚、澳大利亚、巴西三大巨头，合计储量占全球的 57%。中国铝土矿资源仅占全球总储量的 3%左右，但产量却占全球总产量的 17%左右，资源储量与开采量的匹配不合理。近年来，由于资源有限且需求大，随着氧化铝产量的增长，国内氧化铝企业对进口铝土矿的依赖程度进一步加大，且主要进口国频繁变化，2013 年，印尼为中国最大的铝土矿供应国；随着 2014 年印尼限制原矿出口，中国铝土矿进口量大幅减少；2016 年，马来西亚出台铝土矿开采限令，导致铝土矿进口数量较 2015 年有所减少。2017 年以来，国内铝土矿进口主要来源国为几内亚和澳大利亚。目前中国所需铝土矿约 60%来自进口，而源自澳大利亚及几内亚的进口量占进口总量的比重达到 65%左右。

未来，中国铝土矿对外依存度仍将继续维持较高水平，如主要铝土矿出口国政策发生重大变化、国际铝土矿价格大幅波动或汇率波动，都将对中国铝加工行业及铝冶炼加工企业造成较大影响。

图 4 2012~2017 年中国铝土矿进口情况（单位：吨）

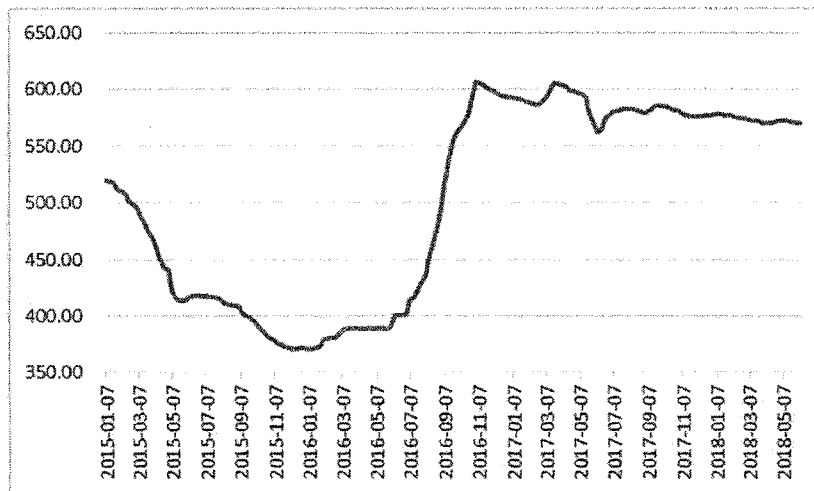


资料来源：Wind

(2) 煤炭

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，出于成本考量，铝行业企业多采用“电铝一体化”模式，自有发电主要来自火电，从而煤炭价格对铝行业具有很大的影响。2015 年，煤炭价格呈震荡下降趋势。2016 年 2 月，供给侧改革已经颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少，6 月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于 7 月中旬便达到 31.05%，环渤海动力煤价格指数周同比增速于 9 月中旬达 4.27%，9 月，我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。2017 年以来，煤炭价格指数均保持相对稳定。2017 年，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格持续高位波动，同比大幅上升；其中，7 月为迎峰度夏的动力煤需求旺季，9 月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响，动力煤和炼焦煤价格有所上升。2018 年以来，煤炭价格仍维持高位震荡格局，截至 2018 年 5 月 30 日，环渤海动力煤（Q5500K）价格指数为 570.00 元/吨，较年初 578.00 元/吨变化不大。

图 5 2015 年以来环渤海动力煤价格指数 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind

总体看,我国铝土矿对进口依赖程度较高,存在一定政策风险、价格波动及汇率风险;煤炭和铝土矿价格的波动对铝冶炼和铝加工行业的经营带来不稳定影响,并对利润空间产生一定的压力。

3. 下游需求

铝行业的最终产品为铝材,铝材产品主要包括工业型材、建筑型材、热冷轧铝板带、箔材等。其中建筑型材主要用于建筑门窗、幕墙等;工业型材主要用于航天航空、军工、轨道交通、汽车、集装箱、机械和电子等领域;铝板带材主要用于印刷业(PS/CTP 版基)、罐体罐盖料、建筑装饰板等;铝箔主要用于药品、烟草、食品包装和铝电解电容器等。目前中国铝材产品结构以型材为主,约占 50%左右,其次为板带箔材,约占 30%,其余为铸压件。下游需求主要包括建筑业、交通运输业、电子电力及消费品等行业。在近年来中国经济增速下滑的大背景下,建筑房地产、交通运输、电子电力等主要原铝消费行业的高速增长时期已经结束,刚性需求成为拉动消费增长的主要动力。

从消费结构上看,根据中国有色金属协会统计,2017 年,建筑业是铝材最主要的消费领域,消费量约占 39%左右,其次为交通运输、电子电力和耐用消费品等工业领域,消费量分别占 17%、16%和 14%左右。

房地产行业方面,2016年9月以来,随着国家房地产调控政策的持续收紧使房地产固定资产投资增速有所下滑,未来中国房地产市场将逐步进入平稳理性增长的新常态。随着新增人口数量的放缓、住宅存量规模不断扩大,房地产行业将在自我调整的同时维持相对平稳和理性,其对铝材的需求将维持在稳定水平。

汽车行业方面,我国单车平均用铝量要大幅低于美国、日本等国,随着未来中国汽车产业的进一步发展和单车用铝量的提升,汽车用铝材需求尚有较大潜力。

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,随着高速铁路网的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。

集装箱制造业方面,中国集装箱产量约占全球总产量的95%以上,随着物流行业对集装箱需求(尤其是具有特殊功能铝制冷藏集装箱和特种干货集装箱)的大幅增加,将对我国铝行业的下游需求形成一定支撑。此外,机械设备、电子产品和城市轨道交通等领域均显示了对铝材的强劲需求,加上近年来中国铝材出口逐年增长,进一步缓解了国内铝行业的供给压力。除传统行业外,目前高

端装备制造业、航空航天等新兴领域产业对铝合金制品的需求正逐渐提升，在传统行业需求放缓的情况下，新兴行业将会在一定程度上拉动对铝制品的终端需求，转型升级以应对下游市场的变化将有效的推动国内铝工业企业技术调整，加快技术转型和对低端加工业的淘汰。

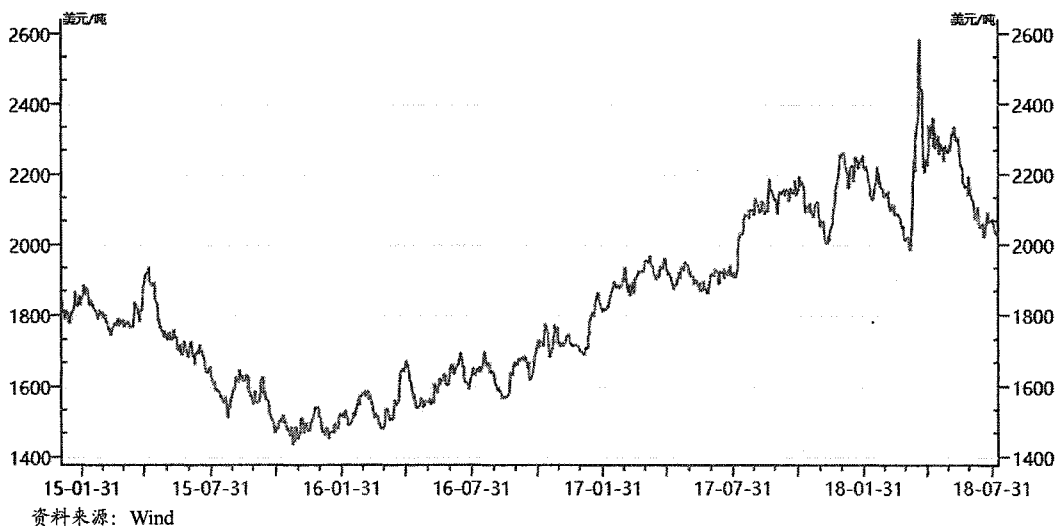
总体看，随着中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将保持旺盛，但目前国内铝材市场存在产品结构不合理、铝材市场结构性产能过剩等问题，随着国家产业结构的调整和转型升级以及铝材消费结构的转变，铝工业也需加快转变发展方式和产品结构调整。

4. 价格变动

铝价上，随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，国内期货市场的完善和国际资本的推动，国内和国际铝价联动性日益增强。但总体来看，LME 更易受宏观因素驱动，SMMI 更易受国内基本面的影响。

2013 年铝价总体呈现下跌趋势，下行态势一直延续至 2014 年一季度，直至 2014 年第二季度，LME 铝价才在震荡中呈现回升，但仍低于 2013 年同期的价格运行水平，11 月底结于 2,071.50 美元/吨，恢复至 2013 年初水平。2015 年上半年，国际铝价运行重心整体下移，上半年 LME 铝价平均值为 1,784 美元/吨，2015 年下半年 LME 铝价震荡下跌，保持低位徘徊。2016 年以来，受中国减产影响，LME 铝价呈震荡回升趋势，截至 2016 年底，LME 铝价回升至 1,713.50 美元/吨。2017 年国际铝价大幅回升，截至 12 月 29 日，LME 铝价为 2,241.50 美元/吨，较年初上升 31.70%。2018 年以来，受俄铝事件扰动及贸易战影响，LME 铝价冲高回落，截至 6 月 29 日，LME 铝价为 2,160.00 美元/吨，较年初下降 4.76%。铝加工企业一般上下游结算都采取“铝价+加工费”的定价模式，但由于生产需要一定的周期，铝加工企业需承担生产周期内铝价的变动，所以铝价的持续上涨会使铝加工企业享受到生产周期内的铝价变动带来的收益。

图 6 2015 年以来铝价变动情况（单位：美元/吨）



总体看，受产能过剩及宏观经济下行影响，铝材内需增长缓慢，铝价持续下跌，但 2016 年以来铝价呈上行趋势，铝材市场出现回暖之势。

5. 行业竞争

目前，我国铝业整体竞争能力不强，产业集中度不高。铝冶炼整体处于产能过剩状态，而铝加

工基本平衡，但也存在结构性过剩情况。近两年，在国家多项调控政策以及市场倒逼机制共同作用下，铝冶炼投资过热现象有所缓解，铝行业投资结构正在向下游延伸，结构调整有所优化。

从区域分布来看，铝工业具有一定区域集群特征。河南、山东等地既为原铝生产大省又为铝加工材生产基地，同时也是上游氧化铝的主要产地，产业集群效应明显；广东及江浙地区经济发达，铝材应用企业密集，产量也处于国内领先水平。辽宁、吉林等地，背靠东北工业基地，具有产业配套优势，且交通便利，是国内铝型材行业的后起之秀。

目前，国内铝加工行业厂商众多，但除中国铝业股份有限公司、信发集团有限公司（铝板块）、中国忠旺控股有限公司、西南铝业（集团）有限责任公司、南山铝业股份有限公司（以下简称“南山铝业”）等几个大型企业外，其他企业规模较小，行业集中度仍处于较低水平。随着相关产业政策的出台，铝加工行业准入条件日益苛刻，行业新进入者日趋减少。此外，汽车、电子电器、机电等下游行业逐步形成行业寡头，对配件供应商的产品开发实力、产品品质、价格水平、交货期都有很高的要求，需要规模企业为其提供配套；同时，随着国内整体经济水平的提高，下游客户对铝制品的需求日益多样化、品质化，从而对铝加工企业的生产经营提出了更高的技术、产品创新要求。以上因素使得优势企业的规模效应日益突出，推动国内铝加工企业的集中度加快提升，有利于铝加工行业的良性发展。

从行业盈利情况来看，主要铝业上市公司中，受铝土矿对外依存度大，电价上调和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。

总体看，铝业区域特征明显，行业利润水平相对稳定但处于较低水平，未来随着下游行业需求的转变，行业集中度将进一步提高，规模企业将在竞争中占据更多优势。

6. 行业政策

鉴于铝冶炼和压延加工行业较普遍的产能过剩状况，其中电解铝产能过剩严重，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。

表 2 近年来铝业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2015.5	环保部	--	公布了再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准
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；提出推广铝合金在货运挂车及罐车、铁路货运列车、乘用车、高铁、液化天然气海洋船舶等领域的应用。
2017.1	河南省人民政府办公厅	河南省“十三五”战略性新兴产业发展规划	提出支持优势铝加工企业，重点发展船舶、航空、汽车车体、容器罐体用中厚板，轨道车辆用薄板，罐盖、拉环用带材。
2017.2	环保部与“两市四省”	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	要求实施工业企业采暖季错峰生产，其中各地采暖季电解铝厂限产 30%以上，氧化铝企业限产 30%左右。
2017.4	国家发展改革委、工业和信息化部、国土资源部和环境保护部	《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》（发改办产业[2017]656 号文件）	用 6 个月时间通过企业自查（截止 5 月 15 日）、地方核查（截止 6 月 30 日）、专项抽查（截止 9 月 15 日）、督促整改（截止 10 月 15 日）4 个阶段，全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作，此次清理整顿的范围是发改产业[2015]1494 号文件（简称“1494 号文”）清理整顿（即 2013 年 5 月）之后新建的违法违规项目以及未落实“1494 号文”处理意见的项目

2017.10	河南省人民政府 办公厅	河南省新型材料业转型 升级行动计划 (2017~2020年)	提出依托大型铝加工企业，发展高端铝合金、轨道交通用铝、车辆用铝等高附加值产品，推动铝产品向高强度高韧铝合金、高端精深铝合金加工延伸。
---------	----------------	--------------------------------------	--

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，国家出台多项政策遏制电解铝产能的无序扩张，在铝加工方面则大力鼓励精深加工。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。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，有利于包括公司在内的大型铝加工企业发展。

7. 行业关注

与世界铝工业强国相比，我国铝工业在全球配置资源能力、产业集中度、技术装备水平、产品竞争力、技术创新能力等方面差距较大，与世界铝工业大国的地位极不相称。

产业结构不合理

目前，国内铝加工行业产业结构不合理，低端产品产能过剩，竞争激烈，而部分高性能、高精度产品仍需进口；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。

上游原料风险

目前，中国铝土矿对外依存度较高，进口国政治环境的变化、国际铝土矿价格的变动都将对国内铝土矿的供应产生不利影响，从而影响国内铝业的平稳发展。

能源供给波动风险

煤炭作为电解铝的间接原材料，对电铝一体化企业的影响较大。近年来，在供给侧改革的影响下，煤炭价格有所增长，若未来煤炭价格继续走高，将对铝行业的成本控制产生巨大压力。

行业竞争风险

目前，国内电解铝、铝型材行业产能分布分散，尚无一家企业占有显著的市场份额或取得市场占有率的绝对优势；而全国同行业公司亦在不断地提升技术、管理水平和拓展市场，行业竞争日趋激烈。同时，国家积极鼓励铝业进行兼并收购，增强规模效应，未来行业内中小企业也存在较大的并购压力。

8. 行业发展

多年来，铝业产业链在技术升级中不断延伸，由最初的简单铸造压延挤压向精密度领域扩展，不断拓展铝应用领域，目前铝加工产品广泛应用在新兴领域如高铁、城市轨道交通、太阳能板、电动汽车、核电等领域，而我国的铝产品与自身需求存在差距，低端产能过剩，高端产品则需要大量进口。

“十三五”时期，铝工业既面临着发展机遇，也面临新的挑战。一方面，我国城镇化和工业化持续推进，为铝工业发展提供了较大市场空间。发展战略性新兴产业，交通工具轻量化，需要铝工业提供重要支撑。另一方面，应对全球气候变化，减少二氧化碳等温室气体排放的新形势，能源、资源和生态环境的制约因素日趋强化，节能减排任务繁重，国际贸易保护主义加剧，对国内铝材出口不断提出反倾销，迫切要求铝工业加快转变发展方式，加快转型升级。

从长期来看，中国本土铝资源难以满足自身经济发展的需求，单纯的企业经济行为能够促使铝工业很短时间内迅速做大，同时也会导致重复建设和资源浪费。在这种背景下，政府主导的企业之间的并购重组活动成为了加速实现行业整合、做强做大铝工业的必然选择。同时，部分铝工业大省基于当地经济发展的考虑也在试图主导地方铝业的整合，建设区域性的铝产业链。从整个有色金属行业来看，通过并购重组的方式，形成一批生产规模较大，竞争优势较强，能够走出去、参与全球

市场竞争的企业将会是一种趋势。同时行业内淘汰落后产能正在加速展开，未来行业集中度有望进一步提高。

总体看，铝工业作为传统行业，国家鼓励企业在结构调整、产能优化、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

公司主要产品包括印刷铝版基、合金板、复合铝板带箔、电子箔、包装箔及其他板带箔材等，产品主要用于印刷制版、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。

在产能规模方面，截至2017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。在产能规模排名方面，公司铝板带箔产能居国内前列，具备较强的产能规模优势。

在产品结构方面，公司产品涵盖了1系到8系铝合金等多品种、多规格的产品，产品厚度从0.008mm到300mm的不同规格、不同牌号、不同状态的铝板、铝带、铝箔，其中，铝制防盗瓶盖专用铝带、PS版基/CTP版基、电池软包铝箔、药用铝箔、模具用中厚铝板等多种产品国内市场份额稳居行业前列。同时，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，未来随着在建项目的逐步投产，公司产品结构将进一步完善。

在成本控制方面，公司每年设定年度生产系统吨成本考核目标，并实现逐级考核，同时对于生产设备不断进行电气自动化改造，提升生产效率及产品质量；另外，对于能源成本方面，公司2014年收购河南巩电热力股份有限公司（以下简称“巩电热力”）以及实施煤气改造工程项目，有效降低了能源成本。

在技术先进性方面，公司铝板带箔的研发和生产技术在国内同行业处于领先地位。公司已于2008年7月被认定为河南省企业技术中心、河南省铝板带箔工程技术研究中心，已开发出热轧PS版基生产技术、电子箔生产技术、合金板生产技术等。2015~2017年，公司研发投入分别为0.59亿元、1.28亿元和1.81亿元，占营业收入的比例分别为0.93%、1.71%和1.75%，呈持续增长趋势。截至2017年底，公司已获得专利59项，其中发明专利14项，实用新型45项。

总体看，公司在产能规模、产品结构及成本控制等方面具备明显的市场竞争优势，同时，随着公司产品结构进一步完善，公司竞争优势及盈利能力将进一步提升。

2. 人员素质

公司董事会由7名董事组成，公司管理层由6名成员组成，均在公司或铝加工行业内任职多年，技术水平及管理经验丰富，综合履职能力强。

公司董事长马廷义先生，1956年生，经济师。历任河南明泰铝业有限公司董事长兼总经理、公司董事长兼总经理；现任公司董事长。

公司总经理刘杰先生，1981年生，历任河南明泰铝业有限公司板带一分厂冷轧班班长、冷轧车间主任、公司职工代表监事、板带一分厂厂长、副总经理；现任公司董事、总经理。

截至2018年6月底，公司共有在编员工3,880人。从教育程度看，大学本科及以上的占4.64%，大专的占16.16%，中专、高中及以下的占79.20%；从专业构成看，行政人员占6.42%，财务人员占1.31%，技术人员占9.20%，销售人员占3.74%、生产人员占79.33%。从年龄构成来看，30岁以下占31.29%、

31~39岁占39.90%、40~49岁占23.61%、50岁以上占5.21%。

总体看，公司员工结构基本符合行业一般特征；管理人员在公司的履职时间长，生产及管理经验丰富，可满足公司经营发展的需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司系依照《公司法》和其他有关法规、规定成立的股份有限公司，建立了完善的法人治理结构，设立股东大会、董事会、监事会。

公司股东大会为公司的权力机构，依法行使决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事、选举和更换由股东代表出任的监事、审议批准董事会及监事会报告、修改公司章程等职权。

公司设董事会，由7名董事组成，其中独立董事3名。董事会设董事长一名，由公司董事担任，以全体董事的过半数选举产生和罢免。董事会负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划、投资方案、风险投资、资产抵押及其他担保事项；制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他有价证券及上市方案；拟定公司重大收购、回购本公司股票或者合并、分立和解散方案；聘任或者解聘公司经理、董事会秘书等；制订公司章程的修改方案等。

公司设监事会，由3名监事组成，其中职工监事2名，每届任期三年。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。监事会负责检查公司的生产经营和财务状况、提议召开临时股东大会；对董事、经理及其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督、纠正，必要时向股东大会或者国家有关主管机关报告等。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，每届任期三年。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟定公司的内部管理机构设置方案；拟定公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员；提议召开董事会临时会议等。

总体看，公司法人治理结构合理，实际运行情况良好。

2. 管理体制

目前，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个职能部门对公司生产经营进行管理，各部门间职责分明，运行情况良好。

(1) 财务管理制度

公司根据《会计法》、《企业会计准则》以及国家相关规定，结合公司实际情况制定了较完善的财务管理制度，对财务管理机构、财务人员、会计核算的原则、货币资金及结算资金、固定资产、存货、在建工程的管理、成本费用的控制、财务收支的审批、筹资和担保、对外投资、税收和分配利润等均做出明确的规定。公司设财务管理部，实行统一领导、分级管理的内部财会管理体制。

在预算管理方面，公司建立了全面预算管理制度，规范预算编制、执行、调整、分析、考核与评价等业务操作。公司将批准的预算指标逐级分解到各部门和所属企业，形成全方位的预算执行责任体系；预算指标层层分解，从横向和纵向落实到内部各部门、各项目、各环节和各岗位，报财务

部备案，形成全员、全过程、全方位的预算执行责任体系；通过月度、季度和年度预算分析，掌握预算执行动态、存在的问题及整改措施，年底对预算执行情况进行考核，并与绩效挂钩，保障预算目标的实现。

在资金管理方面，公司财务部对资金管理进行全过程的筹划、调度和监控。公司财务部具体落实全公司资金的规划、预算、结算以及融资等管理工作，通过统筹安排，调剂资金余缺，提高公司整体资金使用效率。

在对外担保方面，公司规定对外提供担保必须对被担保对象的资信进行审核，同时对外担保事项均应当在董事会审议通过后及时披露，并提交股东大会审议。公司制定了《融资与对外担保管理办法》，规范对外担保的对象、条件、审批权限与程序、工作流程等。

(2) 对外投资管理制度

公司对外投资必须事先进行可行性研究，综合考虑投资增值程度、投资保本能力、投资风险、纳税优惠方针、预期成本、公司筹资能力、公司发展方向、管理和控制能力，同时对投资计划进行深入研究及专家审议。公司实行初步审核、专家评议、集体决策、授权签批的审批程序。公司还制定了《经营决策管理制度》，对投资计划制定、新项目开发、存量资产的运营管理、资本运营管理进行了制度规范，建立了项目投资的审查和决策程序，保证了公司对外投资的资金安全。

(3) 安全生产管理制度

公司建立了涵盖安全管理制度、安全教育培训、隐患排查和治理、重大危险源监控、应急救援和事故调查处理以及绩效评定和持续改进等为主要内容的安全生产标准化管理体系。公司建立了健全有系统、分层次的安全生产保证体系和安全生产监督体系。同时通过安全分析会、安全日等形式开展安全例行工作。

(4) 子公司管理制度

公司控股子公司根据《公司法》的要求建立董事会和监事会，根据经营业务的特点和实际经营情况并参照公司管理制度的规定建立健全经营和财务管理等方面的制度。公司对其实施严格统一的财务监督管理制度和审计监察管理，有效形成对控股子公司重大业务事项与风险的监管。公司通过向子公司委派产权代表（即董事及监事）和职能部门垂直管理相结合的方式对控股子公司进行管理。公司对子公司进行不定期的财务监督、人事监督和审计监察，形成对控股子公司重大事项的管理和控制。

总体看，公司在财务管理、对外投资、安全生产、子公司管理方面建立了完善的管理办法和较好的管理机制，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司目前已经形成以铝加工业务为主、轨道交通业务为辅的产业布局，其中电力业务收入规模偏小，对主营业务影响小。

2015~2017年，公司营业收入逐年增长，分别为62.96亿元、74.81亿元和103.66亿元，年均复合增长28.31%；其中，公司主营业务收入分别为62.49亿元、73.36亿元和103.21亿元，年均复合增长28.51%，其中2017年公司主营业务收入较上年大幅增长40.68%，主要系当年铝价回升且公司产能规模进一步扩张所致；近三年，公司主营业务收入占营业收入比重均高于98%，公司主营业务突出。2015~2017年，公司实现净利润分别为1.93亿元、2.88亿元和3.68亿元，年均复合增长38.19%，

主要系公司加强成本控制力度、高附加值产品比重提高及产销量增加所致。

从主营业务收入规模看，2015~2017年，铝加工板块收入规模逐年增长，年均复合增长28.43%，主要系铝价逐年回升且公司通过技术改造，带动产能的扩张所致。铝加工板块收入占主营业务收入的比重较为稳定，分别为99.68%、99.65%和99.56%。为了进一步调整产业结构，进入高附加值的高端装备制造制造业，公司拓展轨道交通板块并于2017年8月进入批量生产阶段。2017年，公司轨道交通板块收入0.30亿元，占主营业务收入的比重为0.29%。为降低能源成本，2014年公司收购巩电热力，巩电热力主要为满足内部生产需求，剩余电量及热力对外销售，整体收入规模较小。

表3 公司主营业务收入构成和毛利率情况(单位:亿元、%)

主营业务	2015年			2016年			2017年			2018年1~6月			
	收入	占比	毛利率	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	54.05	86.49	5.63	63.48	86.53	7.08	89.15	86.38	7.62	48.80	84.25	9.03
	铝箔	8.24	13.19	12.69	9.62	13.11	14.93	13.60	13.18	15.71	8.45	14.60	14.60
小计	62.29	99.68	6.56	73.10	99.64	8.11	102.75	99.56	8.69	57.25	98.85	9.85	
轨道交通板块	--	--	--	--	--	--	0.30	0.29	7.41	0.47	0.34	3.01	
电、汽收入	0.20	0.32	48.39	0.27	0.37	32.29	0.15	0.15	10.62	0.20	0.81	19.38	
合计	62.49	100.00	6.70	73.36	100.00	8.20	103.21	100.00	8.70	57.92	100.00	9.91	

资料来源:公司提供

从主营业务毛利率来看，由于铝加工板块收入占主营业务收入的比重超过99%，公司主营业务毛利率与铝加工板块变动一致。近三年公司铝加工板块毛利率逐年增长，分别为6.56%、8.11%和8.69%，主要系铝价逐步回升且公司进一步加强成本管控力度所致。

2018年1~6月，公司实现营业收入59.60亿元，较上年同期增长27.67%，主要系公司产销规模增长所致；实现净利润2.71亿元，较上年同期增长41.56%；其中归属于母公司所有者的净利润2.55亿元。

总体看，公司主营业务突出，其中铝加工板块是公司主要的收入来源。受铝价回升以及公司产能大幅扩张影响，公司收入规模逐年增长；同时，公司进一步加强成本管控力度，主营业务毛利率逐年增长。2018年上半年，公司产销规模增长，带动公司营业收入及利润规模大幅增长。

2. 铝加工板块

(1) 生产制造

公司产品主要包括铝板带和铝箔等。

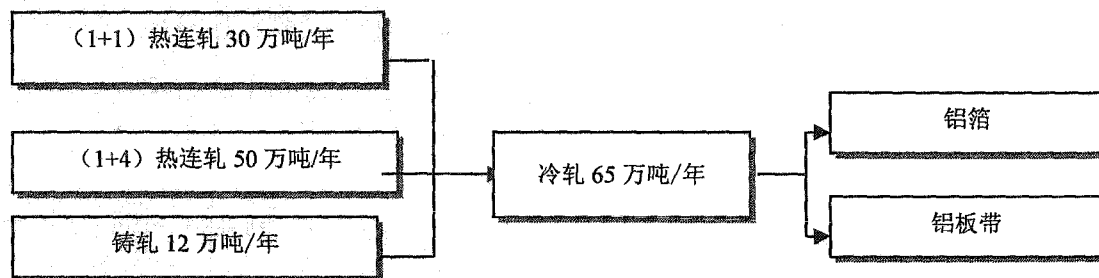
在生产模式方面，公司铝加工板块以“以销定产”模式为主，但公司针对不同类型的产品采用不同的生产方式：针对通用半成品、常用产品，采用大批量生产方式；针对不同客户对产品不同成分、不同规格的要求，公司采用多品种、小批量生产方式。

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¹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2017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。

¹ 从半成品坯料到成品的平均加工周期

图 7 截至 2017 年底公司主要生产线情况



资料来源：公司提供

2015~2017年，公司对设备不断进行电气自动化改造，提升设备生产效率及产能规模，公司铝板带箔产能逐年增长，年均复合增长27.48%；同时公司铝板带箔产能利用率均保持较高水平，均超过93%。

表 4 公司铝加工产能及产量情况（单位：万吨、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 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	40.00	44.19	110.49	55.00	51.47	93.58	65.00	63.46	97.63

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²）、人工费、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。

2015~2017 年，直接材料中的铝锭成本占比基本保持稳定，分别为 83.80%、82.63%和 83.81%；其中，2017 年直接材料中的铝锭成本占比较上年小幅增长，主要系铝价回升所致。随着公司产品结构持续优化及提升，合金成本占比逐年增长，分别为 2.94%、2.96%和 3.09%。2017 年，公司铝型材成本占 0.17%。2015~2017 年，人工成本占比逐年下降，分别为 2.89%、2.68%和 2.15%，主要系公司提升设备自动化率，实现减员增效所致。公司折旧成本占比波动下降，分别为 2.29%、2.46%和 2.00%；其中，2016 年折旧成本占比上升主要系公司对设备技改实现提升设备自动化率所致；2017 年折旧成本下降主要系 2017 年产销量较上年大幅增长，单位折旧较小所致。公司电力成本占比波动下降，分别为 1.48%、2.11%和 1.16%；其中，2016 年电力成本占比上升主要系 2015 年煤炭价格处于低谷，2016 年三季度以来，煤炭价格大幅增长所致。2017 年电力成本占比下降主要系自备电厂供电量大幅增长所致。公司燃气成本逐年下降，主要系公司实施煤气改造工程项目所致。物料消耗及其他成本占比逐年增长，分别为 5.69%、6.65%和 7.14%。整体来看，近三年公司成本构成较为稳定。

表 5 公司生产成本构成情况（单位：%）

成本类型		2015 年	2016 年	2017 年
直接材料	铝锭	83.80	82.63	83.81
	合金	2.94	2.96	3.09
	铝型材	--	--	0.17
	合计	86.74	85.60	87.06
人工费		2.89	2.68	2.15

2 铝型材用于轨道交通板块

制造费用	折旧	2.29	2.46	2.00
	电力	1.48	2.11	1.16
	燃气	0.90	0.49	0.49
	物料消耗及其他	5.69	6.65	7.14
	合计	10.36	11.72	10.79

资料来源：公司提供

注：数据合计不等于100%主要系小数点后两位四舍五入所致

总体看，近三年，公司逐步提升设备自动化率，产能规模逐年增长，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。

(2) 原材料采购

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。

2015~2017年，随着公司产能的逐年扩大，公司铝锭采购量逐年增长，年均复合增长15.19%。公司铝锭采购均价波动增长，采购价格与铝价变动趋势一致。

表6 公司主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

名称	项目	2015年	2016年	2017年
铝锭	采购量	44.53	52.13	64.85
	采购价格	12,294.95	12,650.12	14,545.28

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，近三年，公司供应商较为稳定，前五大供应商集中度分别为 62.27%、67.45%和 56.07%，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7 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
2015年	供应商一	81,002.68	15.42	铝锭	否
	供应商二	69,157.49	13.17	铝锭、轧卷	否
	供应商三	60,608.31	11.54	铝锭	否
	供应商四	61,778.48	11.76	铝锭	否
	供应商五	54,558.88	10.39	铝锭	否
	合计	327,105.85	62.27	--	--
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	442,961.04	67.45	--	--
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	513,077.51	56.07	--	--

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，随着公司产能规模的扩大，公司铝锭采购量逐年增长，采购价格波动上涨；公司持续分批量向供应商采购铝锭，同时保持较低的库存水平，能够有效控制原材料价格波动风险。公司与主要供应商合作关系稳定，且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

目前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平均价+加工费”确定。

在销售区域方面，近三年，公司产品销售均以国内为主，海外销售金额约占总销售金额的30%。公司在国内销售区域主要集中在中原地区、长江三角洲和珠江三角洲，国外销售主要集中在北美、欧洲、澳洲、东南亚和东亚，均采用直销和经销并行方式。

2015~2017年，公司主要产品价格呈逐年上升趋势，主要系铝价上涨所致。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8 公司主要产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	2015年			2016年			2017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	44.19	99.98	14,099.98	51.47	99.28	14,304.28	63.46	100.33	16,139.10

资料来源：公司提供

在销售结算方式方面，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。2017年，公司前五大客户的销售额合计占比为23.24%，集中度一般。

表9 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
2015年	客户一	52,941.97	8.47	铝板带、箔	否
	客户二	50,020.08	8.00	铝板带	否
	客户三	23,595.94	3.78	铝板带、箔	否
	客户四	22,666.84	3.63	铝板带、箔	否
	客户五	15,527.86	2.48	铝板带、箔	否
	合计	164,752.69	26.36	--	--
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	--	--

资料来源:公司提供

总体看,公司铝材以订单模式生产,产销率高,客户主要为跨国公司和贸易公司,合作关系稳定,销售集中度一般;受铝价变化影响,近三年产品售价呈上涨趋势。

3、轨道交通板块

公司通过与中国中车合作,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,2017年公司已交付车体34节,实现销售收入2,964.1万元,扣除成本后实现毛利219.54万元,目前公司正在继续投资该项目的挤压生产线,预计项目达产后,公司将拥有轨道交通用车体大部件完整的生产线,能够满足河南省轨道交通建设增长带来的列车车体需求,给公司创造可观的效益。

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。

在重大订单方面,2017年公司接到郑州中车四方轨道车辆有限公司郑州地铁1号线二期铝合金车体13列(78辆)车体的订单,总金额7,956万元。年底与郑州中车四方轨道车辆有限公司商谈订单33列(198辆)车体,总金额2亿元左右。

郑州地铁根据郑州市轨道交通计划,2018年郑州轨道交通有限公司(以下简称“郑州轨道公司”)要完成对地铁3、4号线的招标,至2025年,郑州轨道公司共计划开通11条地铁线路,未来郑州轨道交通市场容量较大。

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重大订单较为充足,未来随着郑州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. 重大事项

(1) 非公开发行股票募集 2 万吨交通用铝型材项目资金

2014 年 11 月 6 日，公司发布《河南明泰铝业股份有限公司非公开发行股票预案》，拟向不超过十名特定投资者募集不超过 7.5 亿元，募集资金全部用于年产 2 万吨交通用铝型材项目。其中，交通用铝型材项目规划总投资 8.29 亿元，募集资金投入 7.5 亿元，差额部分公司自筹解决。

2015 年 10 月 28 日，公司收到中国证券监督管理委员会关于核准河南明泰铝业股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2015〕2340 号），核准明泰铝业非公开发行不超过 6,500 万股股份。

2015 年 12 月 4 日，公司发布《明泰铝业股份有限公司非公开发行股票发行结果暨股份变动公告》，最终发行价格确定为 11.33 元/股，发行股票数量 65,000,000 股，募集资金总额为 736,450,000.00 元，发行对象分别为财通基金管理有限公司、申万菱信（上海）资产管理有限公司、诺安基金管理有限公司、浙江财通资本投资有限公司、杭州城投投资有限公司、杭州金投建设发展有限公司和兴证证券资产管理有限公司。

根据明泰铝业非公开发行股票公告，此次交易完成后，公司实际控制人未发生变动，仍为马廷义先生，交易完成前后公司前十大股东持股情况如下：

表 10 2015 年公司非公开发行股票前后前十大股东及股本变化情况（单位：股、%）

本次交易前			本次交易后		
股东名称	数量	比例	股东名称	数量	比例
马廷义	105,916,800	25.35	马廷义	105,916,800	21.94
雷敬国	32,176,800	7.70	雷敬国	32,476,800	6.73
马廷耀	30,677,234	7.34	马廷耀	30,677,234	6.35
王占标	29,624,700	7.09	王占标	29,930,200	6.20
马跃平	19,340,400	4.63	马跃平	19,340,400	4.01
李可伟	17,964,400	4.30	李可伟	18,304,400	3.79
化新民	17,700,400	4.24	化新民	17,700,400	3.67
乔存	6,500,000	1.56	申万菱信资产-招商银行-华润深国投信托-瑞华定增对冲基金 2 号集合资金信托计划	11,473,962	2.38
中国证券金融股份有限公司	2,534,591	0.61	诺安基金-兴业证券-南京双安资产管理有限公司	6,619,594	1.37
彭越煌	2,300,000	0.55	杭州金投建设发展有限公司	6,619,593	1.37
郝明霞	2,300,000	0.55	浙江财通资本投资有限公司	6,619,593	1.37
--	--	--	杭州城投投资有限公司	6,619,593	1.37
合计	267,035,325	63.92	合计	292,298,569	60.55

资料来源：Wind

(2) 非公开发行股票募集 12.5 万吨汽车用铝板带项目资金

2016 年 9 月 6 日，公司发布《河南明泰铝业股份有限公司非公开发行股票预案》，拟向不超过十名特定投资者募集不超过 121,516 万元，募集资金全部用于 12.5 万吨汽车用铝板带项目。其中，汽车用铝合金板项目规划总投资 13.59 亿元，其中募集资金投入 12.15 亿元，差额部分公司自筹解决。

2017 年 7 月 12 日，公司收到中国证券监督管理委员会关于核准河南明泰铝业股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2017〕995 号），核准明泰铝业非公开发行不超过 10,500 万股股份。

2017 年 12 月 13 日，明泰铝业发布《明泰铝业股份有限公司非公开发行股票发行结果暨股份变

动公告》，最终发行价格确定为 14.06 元/股，发行股票数量 76,688,335 股，募集资金总额为 1,078,237,990.10 元，发行对象分别为财通基金管理有限公司、浙江浙商证券资产管理有限公司、中科沃土基金管理有限公司、金鹰基金管理有限公司和公司股东马跃平先生。

根据公司公告，本次交易完成后，公司实际控制人仍为马廷义先生，此次交易完成后，公司实际控制人未发生变动，仍为马廷义先生，交易完成前后公司前十大股东持股情况如下：

表 11 2017 年公司非公开发行股票前后前十大股东及股本变化情况（单位：股、%）

本次交易前			本次交易后		
股东名称	数量	比例	股东名称	数量	比例
马廷义	105,916,800	20.63	马廷义	105,916,800	17.952
雷敬国	29,476,800	5.74	雷敬国	29,476,800	4.996
王占标	24,930,000	4.86	中科沃土基金-浦发银行- 云南信托-云信智兴 2017-514 号单一资金 信托	29,302,987	4.967
马廷耀	23,677,234	4.61	王占标	24,930,000	4.226
化新民	18,096,913	3.53	马廷耀	23,677,234	4.013
李可伟	15,284,400	2.98	马跃平	23,440,400	3.973
马跃平	14,340,400	2.79	金鹰基金-浦发银行- 云南国际信托-云信富春 12 号单一资金信 托	21,000,000	3.559
许喆	6,924,900	1.35	化新民	18,096,913	3.067
浙江财通资本投资有限 公司	6,619,593	1.29	李可伟	15,284,400	2.591
杭州金投建设发展有限 公司	6,619,593	1.29	财通基金-浦发银行- 云南国际信托-云信富春 7 号单一资金信托	8,642,674	1.465
--	--	--	杭州安胜股权投资基金合伙企业（有限合 伙）	8,642,674	1.465
合计	251,886,633	49.07	合计	308,410,882	52.27

资料来源：Wind

总体看，公司先后于 2015 年及 2017 年分别完成股票的非公开发行，在充实资本实力的基础上，对产能及产品结构进行升级，有利于公司未来盈利水平的提升。

5. 在建项目

截至 2018 年 6 月底，公司主要在建项目规划总投资为 24.43 亿元，其中交通用铝型材项目已通过 2015 年非公开发行股票募集项目资金；汽车用铝板带项目已通过 2017 年非公开发行股票募集项目资金。截至 2018 年 6 月底，公司已经累计投入 15.07 亿元，占预计总投资额的 61.69%，公司多数项目资金已由非公开发行股票募集且已到位，未来资本支出压力较小。

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 1 台（1+4）热轧机组（改造）、1 台冷轧机、1 台轧辊磨床、1 台气垫式连续热处理机组等。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 4.5 万吨。电子材料产业园项目主要为年产 10 万吨高精度铝箔项目及废铝资源循环利用项目。其中，年产 10 万吨高精度铝箔项目建设内容为建设冷轧机 1 台、箔轧机 6 台、分切机 8 台、退火炉 16 台及 1 台轧辊磨床；废铝资源循环利用项目建设内容为主要设备为双室熔炼

炉、倾动保温炉、铝锭铸造机组、高速热铝灰处理机、预热炉、中频炉等。建设进度方面，截至 2018 年 6 月底，“年产 10 万吨高精度铝箔”已投入生产，废铝资源循环利用厂房已经完工，设备正在调试。交通用铝型材项目的挤压设备德国西马克 82MN 挤压机已安装完成开始试生产。

表 12 截至 2018 年 6 月底公司在建及拟建工程情况（单位：亿元）

类别	名称	开工时间	预算总额	已投资金额	2018 年下半年计划投资总额	2019 年计划投资总额
在建	汽车用铝板带项目	2016 年 9 月	10.71	5.89	0.61	4.21
	电子材料产业园项目	2016 年 11 月	6.49	3.43	1.24	1.82
	交通用铝型材项目	2015 年 10 月	7.23	5.75	1.10	0.38
合计			24.43	15.07	2.95	6.41

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，提升公司盈利能力，多数项目资金已由非公开发行股票募集且已到位，未来资本支出压力较小。

6. 经营效率

铝加工行业与宏观经济景气程度关联性高，近年来，受国内外宏观经济增速放缓影响，铝制品行业需求低迷，2016 年底行业景气度有所回升，带动公司经营效率指标较 2015 年有所增长。2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 19.45 次、24.78 次及 21.03 次，呈波动增长；其中，2017 年公司应收账款周转率降低主要系收入规模增加导致应收账款规模增长所致；存货周转次数分别为 6.29 次、7.37 次及 8.45 次，其中，2017 年公司存货周转率较上年增长主要系公司产能大幅扩张，营业成本快速增长所致。总资产周转次数分别为 1.17 次、1.30 次和 1.42 次，2017 年公司总资产周转率较上年增长主要系公司产能大幅扩张，营业收入快速增长所致。

从上市公司比较情况看，公司整体经营效率处于行业平均水平。

表 13 2017 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	3.15	10.56	0.38
宁波富邦	8.24	35.94	1.24
万邦德	47.22	119.09	7.79
东阳光科	4.87	7.10	0.60
宏创控股	17.15	6.04	1.02
明泰铝业	8.53	22.27	1.42

资料来源：Wind。

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。

总体看，公司整体经营效率较高。

7. 经营关注

(1) 汇率波动风险

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。

(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。

8. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度财务报告，均经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见。2018 年 1~6 月财务报表已经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定，编制财务报表。

合并范围变化方面，2015 年，公司纳入财务报表合并范围的子公司 5 家，较 2014 年未发生变化。2016 年，公司纳入财务报表合并范围的子公司 7 家，新增昆山明泰铝业有限公司（持股比例 100.00%）及河南明泰科技发展有限公司（持股比例 100.00%）。2017 年，公司纳入财务报表合并范围的子公司 9 家，新增巩义市明泰售电有限公司（持股比例 100.00%）及泰鸿铝业（东莞）有限公司（持股比例 100.00%）。2018 年 1~6 月，公司纳入财务报表合并范围的子公司 8 家，减少巩义市义瑞小额贷款有限公司。

追溯调整方面，公司根据《增值税会计处理规定》，对于 2016 年 5 月 1 日至该规定施行之间发生的交易，由于该规定而影响的资产、负债和损益等财务报表列报项目金额进行了调整，进而对 2015 年

年度报表进行了追溯调整；财政部于2017年4月发布了《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》，公司根据该准则及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号）的规定，在利润表中新增了“资产处置收益”项目，公司按照《企业会计准则第30号——财务报表列报》等相关规定，对2016年年度报表进行了追溯调整。总体看，公司合并报表范围变动不大、主营业务未发生变化，财务数据连续性和可比性较好。

截至2017年底，公司合并资产总额86.42亿元，负债合计31.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计55.19亿元，归属于母公司的所有者权益53.37亿元。2017年，公司实现营业收入103.66亿元，净利润（含少数股东损益）3.68亿元，归属于母公司所有者的净利润3.52亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.81亿元，现金及现金等价物净增加额1.81亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额90.73亿元，负债合计32.40亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.33亿元，其中归属于母公司的所有者权益56.87亿元。2018年1~6月，公司实现营业收入59.60亿元，净利润（含少数股东损益）2.71亿元，归属于母公司所有者的净利润2.55亿元；经营活动产生的现金流量净额为-11.17亿元，现金及现金等价物净增加额1.02亿元。

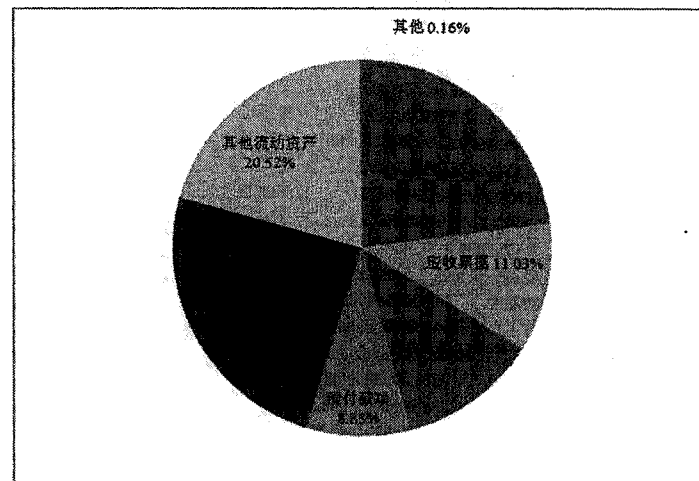
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长24.56%，主要系流动资产增长所致。截至2017年底，公司资产合计86.42亿元，较年初大幅增长45.27%，其中流动资产51.44亿元（占59.52%），非流动资产34.98亿元（占40.48%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产呈波动增长态势，年均复合增长19.26%，主要系货币资金、应收账款、预付款项与存货增长所致。截至2017年底，公司流动资产合计51.44亿元，较年初大幅增长45.15%；流动资产主要由货币资金（占22.95%）、应收票据（占11.03%）、应收账款（占11.96%）、预付款项（占8.85%）、存货（占24.52%）和其他流动资产（占20.52%）构成。

图8 截至2017年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2015~2017年，公司货币资金呈逐年增长态势，年均复合增长31.70%，主要系公司经营规模扩大导致银行存款和其他货币资金增长所致。截至2017年底，公司货币资金为11.81亿元，较年初大幅增长57.23%，主要系收到募集资金所致。公司货币资金由库存现金（占0.06%）、银行存款（占

48.92%)和其他货币资金(占51.02%)构成,其他货币资金为存出投资款、信用证保证金、保函保证金、银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款或通知存款,公司受限货币资金占比相对较高。

2015~2017年,公司应收票据呈波动增长态势,年均复合增长32.25%,主要系收入规模增加以及公司以票据结算规模有所波动所致。截至2016年底,公司应收票据为6.64亿元,较年初大幅增长104.70%,主要系收入规模增加以及客户以票据方式结算增加所致。截至2017年底,公司应收票据为5.68亿元,较年初减少14.56%,主要系客户以票据方式结算减少所致。公司应收票据全部为银行承兑汇票,受限比例为18.94%。

2015~2017年,公司应收账款呈逐年增长态势,年均复合增长58.14%,主要系销量增加导致收入规模增加所致。截至2017年底,公司应收账款账面价值为6.15亿元,较年初大幅增长95.28%,主要系收入规模增加导致应收账款规模增长所致。公司应收账款账龄以1年以内为主、占96.96%,1~2年的占0.26%,2~3年的占0.23%,其余账龄为3年以上。2017年应收账款累计计提坏账准备0.33亿元,计提比例为5.05%,计提比例尚可。截至2017年底,公司应收账款前五名客户合计2.52亿元,占应收账款余额的38.82%,集中度尚可。整体看,公司应收账款集中度尚可,且账龄较短,不可回收风险较小。

2015~2017年,公司预付款项呈波动增长态势,年均复合增长5.53%。截至2016年底,公司预付款项为0.99亿元,较年初大幅减少75.85%,主要系预付铝锭款减少所致。截至2017年底,公司预付款项为4.55亿元,较年初大幅增长361.02%,主要系采购规模增长以及为获取原材料价格优惠而增加预付铝锭款所致。

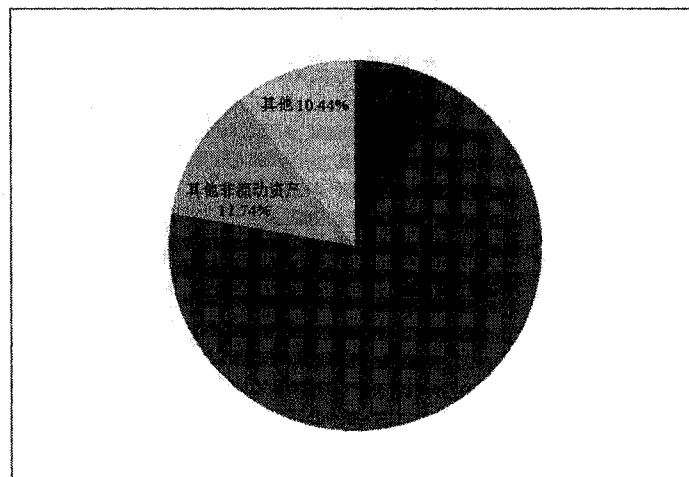
2015~2017年,公司存货呈逐年增长态势,年均复合增长18.89%,主要系产量增加导致存货增加所致。截至2017年底,公司存货账面价值为12.61亿元,较年初大幅增长32.65%,主要系产量增加导致存货增加所致。公司存货由原材料(占11.95%)、委托加工物资(占1.39%)、在产品(占44.91%)和库存商品(占41.75%)构成。公司计提存货跌价准备0.06亿元,计提比例为0.44%,计提比例低。

2015~2017年,公司其他流动资产呈波动增长态势,年均复合增长0.18%。截至2016年底,公司其他流动资产为7.19亿元,较年初大幅减少31.62%,主要系理财产品减少所致。截至2017年底,公司其他流动资产为10.56亿元,较年初大幅增长46.75%,主要系理财产品增加所致。公司其他流动资产由理财产品(占93.09%)和待抵扣进项税(占6.91%)构成。

非流动资产

2015~2017年,公司非流动资产呈逐年增长态势,年均复合增长33.81%,主要系固定资产与在建工程增长所致。截至2017年底,公司非流动资产合计34.98亿元,较年初大幅增长45.44%;非流动资产主要由可供出售金融资产(占8.72%)、固定资产(占53.06%)、在建工程(占16.04%)和其他非流动资产(占11.74%)构成。

图9 截至2017年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

2015~2017年，公司可供出售金融资产年均复合增长70.43%，主要系成立明泰瑞展（珠海）并购股权投资基金（有限合伙）（以下简称“明泰产业并购基金”）所致。截至2016年底，公司可供出售金融资产为1.05亿元，与年初持平。截至2017年底，公司可供出售金融资产为3.05亿元，较年初大幅增长190.48%，主要系成立明泰产业并购基金所致。

2015~2017年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长22.01%。截至2016年底，公司固定资产账面价值为15.00亿元，较年初大幅增长20.34%，主要系年产2万吨交通用铝型材项目和高精度交通用铝板带项目新增设备完工转固所致。截至2017年底，公司固定资产为18.56亿元，较年初大幅增长23.70%，主要系机器设备大幅增长所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占23.14%）、机器设备（占75.24%）、运输工具（占1.08%）和其他设备（占0.53%）构成。公司固定资产累计折旧15.87亿元，成新率为53.90%，处一般水平。

2015~2017年，公司在建工程呈波动增长态势，年均复合增长46.29%。截至2016年底，公司在建工程为2.54亿元，较年初减少3.08%，主要系在建项目完工转固所致。截至2017年底，公司在建工程为5.61亿元，较年初大幅增长120.82%，主要系电子材料产业园项目、设备改造及安装等新增项目投入大幅增长所致。

表14 截至2017年底公司在建工程情况（单位：亿元、%）

工程项目名称	期末余额	预算数	工程投入占预算比例	工程进度
高精度交通用铝板带项目	0.01	6.46	69.88	95.00
12.5万吨车用铝合金板项目	1.70	13.59	15.79	20.00
电子材料产业园项目	1.22	3.32	47.31	60.00
年产2万吨交通用铝型材项目	0.27	7.23	41.99	55.00
新建综合楼	1.81	2.00	90.67	95.00
4#淬火线	--	0.20	100.78	100.00
设备改造及安装	0.49	--	--	80.00
零星工程	0.11	--	--	95.00
合计	5.61	32.80	--	--

数据来源：公司年报

2015~2017年，公司其他非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长91.09%，主要系预付工程、

设备款增加所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 4.11 亿元，较年初大幅增长 96.82%，主要系预付工程、设备款增加所致。公司其他非流动资产全部由预付工程、设备款构成。

截至 2018 年 6 月底，公司所有权受限制的资产共计 5.99 亿元，占公司总资产的 6.60%，受限比例较低。其中：货币资金 3.11 亿元，系存出投资款、信用证保证金、保函保证金、银行承兑汇票保证金和已质押的定期存款；应收票据 2.88 亿元，系应收票据质押取得应付票据。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额合计 90.73 亿元，较年初增长 4.99%，主要系流动资产增加所致。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 60.54%和 39.46%，资产构成较年初变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，近年来公司资产规模持续增长；流动资产中货币资金及存货占比较高，非流动资产中固定资产和在建工程占比较大，固定资产成新率一般；公司资产整体流动性较好，整体资产质量较高，符合生产性企业特征。

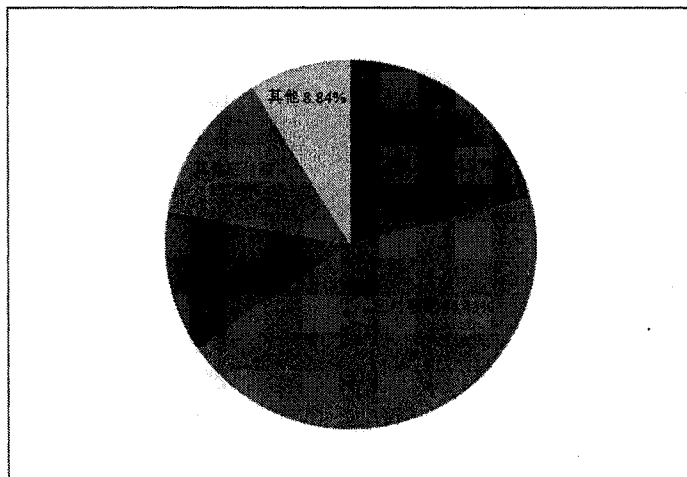
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 32.42%，主要系流动负债增长所致。截至 2017 年底，公司负债规模合计 31.23 亿元，较年初大幅增长 66.60%，其中流动负债 31.03 亿元（占 99.35%），非流动负债 0.20 亿元（占 0.65%），负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 32.48%，主要系短期借款及应付票据增长所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 31.03 亿元，较年初大幅增长 67.69%；流动负债主要由短期借款（占 20.97%）、应付票据（占 44.43%）、应付账款（占 12.47%）和其他应付款（占 13.29%）构成。

图 10 截至 2017 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 68.17%。截至 2016 年底，公司短期借款为 0.30 亿元，较年初大幅减少 86.96%，主要系短期借款到期偿还所致。截至 2017 年底，公司短期借款为 6.50 亿元，较年初大幅增长 2,068.26%，主要系银行贷款增加所致。公司短期借款全部为信用借款。

2015~2017 年，公司应付票据呈波动增长态势，年均复合增长 15.87%。截至 2016 年底，公司应付票据为 9.42 亿元，较年初减少 8.22%，主要系采购原材料款采用票据结算方式减少所致。截至 2017

年底，公司应付票据为 13.79 亿元，较年初大幅增长 46.27%，主要系铝锭采购采用票据结算增加所致。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司应付账款呈逐年增长态势，年均复合增长 34.46%，主要系生产规模扩大、采购增加所致。截至 2017 年底，公司应付账款为 3.87 亿元，较年初大幅增长 24.21%，主要系生产规模扩大、采购增加所致。

2015~2017 年，公司其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长 64.18%，主要系公司实施限制性股票股权激励计划导致限制性股票回购义务增加所致。截至 2017 年底，公司其他应付款为 4.12 亿元，较年初大幅增长 18.45%，主要系公司实施限制性股票股权激励计划导致限制性股票回购义务增加所致；公司其他应付款由暂收款（占 21.29%）、保证金（占 10.95%）、押金（占 0.75%）、未付款（占 1.14%）、限制性股票回购义务（占 65.67%）和预提费用（占 0.20%）构成。

2015~2017 年，公司非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 23.60%，主要系递延所得税负债、递延收益均波动增长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 0.20 亿元，较年初减少 16.71%；非流动负债由递延所得税负债（占 38.54%）和递延收益（占 61.46%）构成。

2015~2017 年，公司递延所得税负债呈波动增长态势，年均复合增长 7.38%。截至 2016 年底，公司递延所得税负债为 0.10 亿元，较年初大幅增长 47.41%。截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 0.08 亿元，较年初大幅减少 21.78%。

2015~2017 年，公司递延收益呈波动增长态势，年均复合增长 38.50%，主要系与资产相关政府补助波动增长所致。截至 2016 年底，公司递延收益为 0.14 亿元，较年初大幅增长 120.98%。截至 2017 年底，公司递延收益为 0.12 亿元，较年初减少 13.19%，公司递延收益全部为与资产相关政府补助。

表 15 截至 2017 年底公司与政府补助相关的递延收益情况（单位：万元、%）

项目	期末余额	占比
“年产 6 千吨易拉盖料、拉环料生产项目”建设支持资金	198.75	16.03
汽车散热器用复合材料技术开发与产业化	114.58	9.24
钎焊箔的研究开发与产业化项目	22.08	1.78
年产 20 万吨高精度交通用铝板带项目	105.92	8.54
轨道交通建设项目投资奖励	798.55	64.41
合计	1,239.89	100.00

数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司全部债务呈波动增长态势，年均复合增长 31.59%。截至 2017 年底，公司短期债务为 24.43 亿元，较年初大幅增长 84.70%，主要系短期借款大幅增长所致；公司债务全部为短期债务，债务结构有待改善。从债务指标方面看，2015~2017 年，公司资产负债率分别为 31.97%、31.51%和 36.14%；公司全部债务资本化比率分别为 27.13%、24.51%和 30.69%。整体看，近三年公司债务规模有所增长，债务负担较轻但债务结构有待改善。

截至 2018 年 6 月底，公司负债总额为 32.40 亿元，较年初增长 3.76%，主要系非流动负债中的长期借款增长所致；其中流动负债占比 89.74%，非流动负债占比 10.26%。截至 2018 年 6 月底，公司短期债务为 22.37 亿元，较年初减少 8.46%，主要系应付票据大幅减少所致；公司长期债务 3.00 亿元，系新增长期借款，债务结构仍有待改善。从债务指标方面看，截至 2018 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 35.71%、30.31%和 4.89%，债务负担较轻但债务结构有待改善。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，近三年公司债务规模有所增长，债务负担较轻但债务结构有待改善。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长20.68%，主要系资本公积和未分配利润大幅增长所致。截至2015年底，公司所有者权益合计37.89亿元，较年初增长33.65%，主要系公司当年完成非公开发行股票并募集资金净额7.23亿元，用于投资“年产两万吨交通用铝型材项目”所致。截至2016年底，公司所有者权益合计40.74亿元，较年初增长7.52%。截至2017年底，公司所有者权益合计55.19亿元，较年初大幅增长35.46%，主要系公司当年完成非公开发行股票并募集资金净额10.71亿元，用于投资“年产12.5万吨车用铝合金项目”所致；其中归属于母公司的所有者权益占96.71%。归属于母公司的所有者权益主要由股本（占11.05%）、资本公积（占65.29%）、盈余公积（占2.78%）和未分配利润（占25.95%）构成；股本和资本公积占比较高，权益稳定性较高。

截至2018年6月底，公司所有者权益合计58.33亿元，较年初增长5.68%，所有者权益结构较年初变动不大。

总体看，近三年公司所有者权益逐年增长，所有者权益结构稳定性较高。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业总收入呈逐年增长态势，年均复合增长28.31%；2017年，公司实现营业收入103.66亿元，较上年大幅增长38.56%，主要系公司产销规模大幅增长所致。2015~2017年，公司营业利润呈逐年增长态势，年均复合增长42.84%；2017年，公司实现营业利润4.86亿元，较上年大幅增长33.32%，主要系公司持续推进重大项目，转型升级初见成效所致。2015~2017年，公司净利润呈逐年增长态势，年均复合增长38.19%；2017年，公司实现净利润3.68亿元，较上年大幅增长27.87%，主要系铝价小幅回升且公司进一步加强成本管控力度所致。

从期间费用来看，2015~2017年，公司期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长36.66%。具体看，2015~2017年，公司销售费用呈逐年增长态势，年均复合增长26.70%；2017年，公司销售费用为1.98亿元，较上年大幅增长28.91%，主要系销量增加导致运输费、自营出口费用增加所致。2015~2017年，公司管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长23.19%；2017年，公司销售费用为1.94亿元，较上年大幅增长42.15%，主要系研发耗用的材料费、人工费、折旧费增加所致。2015~2017年，公司财务费用分别为-0.34亿元、-0.23亿元和0.14亿元；2016年，公司财务费用较上年减少，主要系汇兑损益增加、利息支出减少所致；2017年，公司财务费用较上年增加主要系汇兑损失增加、银行手续费增加所致。2015~2017年，公司费用收入比分别为3.45%，3.57%和3.92%，呈逐年上升趋势，公司费用控制能力强。

2015~2017年，公司所取得的公允价值变动净收益分别为0.00元、0.04亿元和-0.04亿元，公司公允价值变动收益的来源为衍生金融工具产生的公允价值变动收益，对利润的贡献能力弱。2015~2017年，公司所取得的投资净收益分别为0.22亿元、0.35亿元和-0.05亿元，主要系买入的商品期货合约以及商品期货合约持仓浮动盈亏、商品远期交易合约估值损益。2015~2017年，公司所取得的营业外收入呈逐年减少态势，年均复合减少53.71%；2017年，公司营业外收入为0.01亿元，较上年大幅减少77.26%，主要系政府补助、违约金及赔偿收入大幅减少所致。整体看，公允价值变动净收益、投资净收益、营业外收入对公司利润贡献小。

从盈利指标来看，2015~2017年，公司营业利润率分别为7.05%，8.15%和8.70%，呈逐年上升

态势；公司总资本收益率分别为 4.22%，5.65%和 5.58%，呈波动上升态势；公司总资产报酬率分别为 4.83%，6.57%和 6.59%，呈逐年上升态势；公司净资产收益率分别为 5.82%，7.32%和 7.68%，呈逐年上升态势。从各项盈利指标来看，公司盈利能力处于同行业平均水平。整体看，公司盈利指标均较为稳定。

表 16 2017 年同类上市公司盈利能力指标情况（单位：次）

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	5.00	5.44	22.58
宁波富邦	70.86	12.99	2.31
万邦德	7.00	6.11	1.55
东阳光科	13.18	7.12	20.64
宏创控股	3.21	2.95	3.67
明泰铝业	7.64	6.48	8.96

资料来源：Wind

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。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 59.60 亿元，较上年同期增长 27.67%，主要系公司产品产销量增加所致；营业成本为 53.80 亿元，较上年同期增长 27.39%，主要系公司产品产销量增大，所需原材料增加所致；公司实现营业利润 3.62 亿元，较上年同期增长 39.78%；净利润为 2.71 亿元，较上年同期增长 41.56%。

总体看，近三年，受产销规模大幅增长及转型升级初见成效影响，公司收入规模及利润水平持续增长；公司费用控制能力强；非经常性损益对公司利润贡献小，盈利指标表现稳定。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入规模呈逐年增长态势，年均复合增长 11.62%，主要系公司产销规模扩大导致销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长所致。2017 年，公司经营活动现金流入规模为 59.48 亿元，较上年增长 7.68%。2015~2017 年，公司经营活动现金流出规模呈逐年增长态势，年均复合增长 12.94%，主要系公司产销规模扩大导致购买商品、接受劳务支付的现金逐年增长所致。2017 年，公司经营活动现金流出规模为 62.29 亿元，较上年大幅增长 14.21%。综上影响，2015~2017 年，公司经营活动现金净额分别为-1.09 亿元、0.70 亿元和-2.81 亿元，呈波动减少态势。2015~2017 年，公司现金收入比率分别为 71.43%、70.93%和 53.43%，呈逐年下降态势，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入规模呈波动增长态势，年均复合增长 5.23%。2016 年，公司投资活动现金流入规模为 50.12 亿元，较上年大幅增长 38.35%，主要系公司购买理财产品数量增长所致。2017 年，公司投资活动现金流入规模为 40.12 亿元，较上年大幅减少 19.96%，主要系赎回理财产品收到的现金减少所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出规模呈波动增长态势，年均复合增长 6.72%。2016 年，公司投资活动现金流出规模为 50.46 亿元，较上年大幅增长 16.45%，主要系公司购买理财产品数量增长所致。2017 年，公司投资活动现金流出规模为 49.35 亿元，较上年减少 2.21%。综上影响，2015~2017 年，公司投资活动现金净额分别为-7.11 亿元、-0.35 亿元和-9.23 亿元，呈波动减少态势。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入规模呈波动增长态势，年均复合增长 15.39%。2015 年，公司筹资活动现金流入规模为 13.34 亿元，较上年增长 244.99%，主要系公司当

年完成非公开发行股票并收到募集资金净额 7.23 亿元所致。2016 年，公司筹资活动现金流入规模为 3.00 亿元，同比大幅减少 77.48%，主要系上年公司进行定向增发，使得筹资活动现金流入规模大所致。2017 年，公司筹资活动现金流入规模为 17.75 亿元，较上年大幅增长 491.08%，主要系收到 2017 年非公开发行股票募集资金及取得银行借款收到的现金增加所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出规模呈波动减少态势，年均复合减少 6.62%。2016 年，公司筹资活动现金流出规模为 2.90 亿元，较上年大幅减少 35.17%，主要系随着公司债务规模的下降，偿还债务支付的现金减少所致。2017 年，公司筹资活动现金流出规模为 3.90 亿元，较上年大幅增长 34.50%，主要系支付的其他与筹资活动有关的现金中的货币资金受限保证金大幅增长所致。综上影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金净额分别为 8.86 亿元、0.10 亿元和 13.85 亿元，呈波动增长态势。

2018 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为-11.17 亿元，投资活动现金流量净额为 2.74 亿元，筹资活动现金流量净额为 9.45 亿元。

总体看，公司经营活动现金流波动减少，收入实现质量有待提高；2015 年、2017 年公司完成非公开发行股票，满足公司的部分投资需求，未来筹资压力较轻。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 2.05 倍、1.92 倍和 1.66 倍，速动比率分别为 1.54 倍、1.40 倍和 1.25 倍，均呈逐年下降态势，主要系流动负债增速大于流动资产增速所致。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 0.71 倍、1.09 倍和 0.72 倍，呈波动上升态势；其中 2016 年较上年明显上升，主要系现金类资产大幅增长所致。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 3.98 亿元、5.55 亿元和 7.11 亿元，呈逐年上升态势，主要系利润总额逐年增长所致。公司 2017 年 EBITDA 主要由利润总额（占 67.03%）、计入财务费用的利息支出（占 0.63%）、折旧（占 31.66%）以及摊销（占 0.65%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.28 倍、0.42 倍和 0.29 倍，呈波动上升态势，其中 2016 年大幅上升主要系当年全部债务大幅下降所致，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 35.04 倍、123.60 倍和 151.09 倍，呈逐年上升态势，主要系公司 EBITDA 逐年增长所致，EBITDA 对利息支出的覆盖程度很高。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 6 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至 2018 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年底，公司及其子公司银行授信总额为 36.15 亿元，已使用 18.98 亿元，未使用 17.17 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码 G1041018100017820H），截至 2018 年 7 月 17 日，公司无未结清不良贷款信息记录；已结清业务中有 5 笔欠息，合计 95.78 万元人民币、600.34 美元，截至 2017 年 12 月底上述欠息已结清。

总体看，公司整体偿债能力强，直接、间接融资渠道畅通。同时，随着公司“高精度交通用铝板带项目”“年产两万吨交通用铝型材项目”、“年产 12.5 万吨车用铝合金项目”的推进及投产，未来公司收入及盈利的提升有助于整体偿债能力的增强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年 6 月底，公司债务总额为 25.37 亿元，本次拟发行公司债规模为不超过 203,911 万元（含 203,911 万元），相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度规模较大。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，不考虑将可转债拆分为债券部分和权益部分的会计处理，本次债券发行后，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将分别上升至 47.51%、43.96%和 28.62%，债务负担加重但仍处于合理区间，债务结构有所改善。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 7.11 亿元，约为本次公司债券发行额度（203,911 万元）的 0.35 倍，EBITDA 对本次债券的保障程度较高。公司 2017 年经营活动产生的现金流入 59.48 亿元，约为本次公司债券发行额度（203,911 万元）的 2.92 倍，公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度较高。

从本次债券的发行条款看，公司制定了转股价格调整条款：当公司发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况时，公司将按上述条件出现的先后顺序，依次对转股价格进行调整；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三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格 80%时，公司董事会将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，该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；有条件赎回条款：在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；有条件回售条款：自本次可转换公司债券第五个计息年度起，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

联合评级认为，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，一方面能够根据公司送股、派息等情况自然调整转股价格，同时，能够预防由于预期之外的事件导致公司股票在二级市场大幅下跌，致使转股不能顺利进行。设定的赎回条款可以有效促进债券持有人在市场行情高涨时进行转股。设定的回售条款可以有效促进当公司面临回售压力较大的时候及时向下修正转股价格。

本次可转债发行后，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、生产规模、技术水平、产品结构等方面所具有的优势，以及转股可能，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为铝深加工企业，在行业地位、产品种类、产销规模等方面具备竞争优势。近年来，公

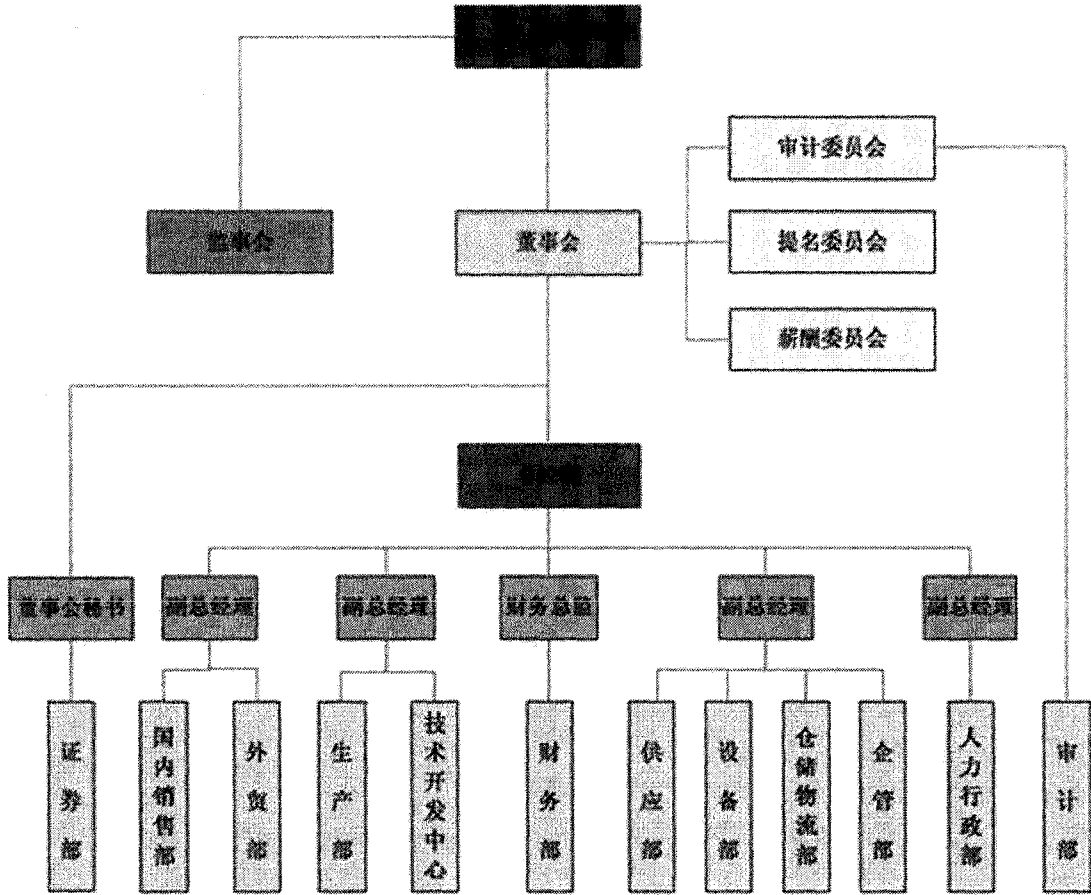
司产能利用率及产销率保持在较高水平，收入规模和盈利规模持续提高，债务规模保持在较低水平。同时，联合评级也关注到铝加工行业竞争激烈、公司盈利状况受铝锭价格波动影响较大，公司债务集中于短期等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着高精度交通用铝板带项目、年产 2 万吨交通用铝型材项目以及年产 12.5 万吨车用铝合金项目的建成与投产，公司产品结构将明显改善，其市场竞争地位将更加稳固，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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。

基于对公司主体长期信用状况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，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额 (亿元)	55.70	59.49	86.42	90.73
所有者权益 (亿元)	37.89	40.74	55.19	58.33
短期债务 (亿元)	14.11	13.23	24.43	22.37
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	3.00
全部债务 (亿元)	14.11	13.23	24.43	25.37
营业收入 (亿元)	62.96	74.81	103.66	59.60
净利润 (亿元)	1.93	2.88	3.68	2.71
EBITDA (亿元)	3.98	5.55	7.11	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.09	0.70	-2.81	-11.17
应收账款周转次数 (次)	19.45	24.78	21.03	--
存货周转次数 (次)	6.29	7.37	8.45	--
总资产周转次数 (次)	1.17	1.30	1.42	--
现金收入比率 (%)	71.43	70.93	53.43	58.66
总资本收益率 (%)	4.22	5.65	5.58	--
总资产报酬率 (%)	4.83	6.57	6.59	--
净资产收益率 (%)	5.82	7.32	7.68	4.77
营业利润率 (%)	7.05	8.15	8.70	9.35
费用收入比 (%)	3.45	3.57	3.92	4.36
资产负债率 (%)	31.97	31.51	36.14	35.71
全部债务资本化比率 (%)	27.13	24.51	30.69	30.31
长期债务资本化比率 (%)	--	--	--	4.89
EBITDA 利息倍数 (倍)	35.04	123.60	151.09	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.28	0.42	0.29	--
流动比率 (倍)	2.05	1.92	1.66	1.89
速动比率 (倍)	1.54	1.40	1.25	1.34
现金短期债务比 (倍)	0.71	1.09	0.72	0.80
经营现金流流动负债比率 (%)	-6.17	3.77	-9.05	-38.43
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.20	0.27	0.35	--

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、其他应付款已计入短期债务。4、2018 年 1-6 月财务数据已经审计，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
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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

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。

联合信用评级有限公司关于 河南明泰铝业股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级安排

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，并在每年河南明泰铝业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。

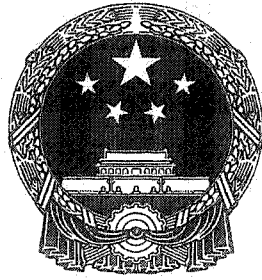
河南明泰铝业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。河南明泰铝业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注河南明泰铝业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，如发现河南明泰铝业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。

如河南明泰铝业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，直至河南明泰铝业股份有限公司提供相关资料。

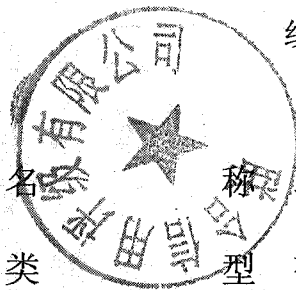
联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送河南明泰铝业股份有限公司、监管部门等。





营业执照

统一社会信用代码 (副本) 91120104738471845H



名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

法定代表人 万华伟

注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二〇〇二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)

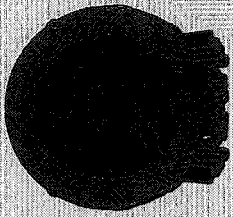


登记机关



2018年07月09日

每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司
 业务许可种类：证券市场资信评级
 法定代表人：厉华伟
 注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508
 编号：ZPJ005

仅限评级业务使用
 有效



中国证券监督管理委员会(公章)

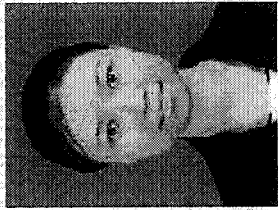
2018年8月29日

中国证券业执业证书

执业注册记录

2015-11-05 联合信用评级有限公司 证券投资咨询业务(其他) R0040215110001

证书取得日期 2015-11-05 证书有效截止日期 2019-12-31



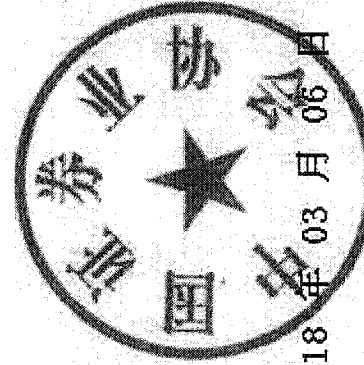
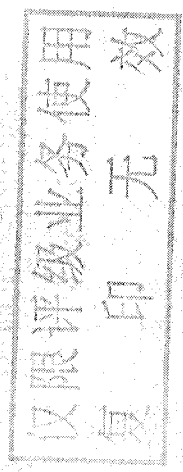
姓名: 周婷

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215110001



2018年03月06日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 李莹

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

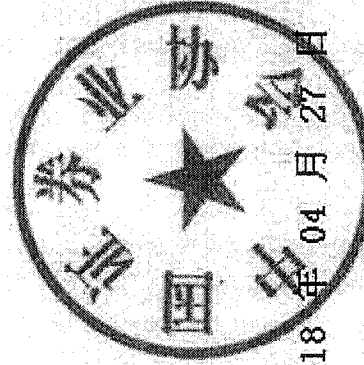
执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040218040006

证书取得日期: 2018-04-08

证书有效截止日期: 2020-12-31

仅限评级业务使用
复印无效



2018年04月27日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。