

跟踪评级公告

联合〔2019〕1263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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“鼎胜转债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十八日

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

可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
鼎胜转债	6年	12.54亿元	AA	AA	2018年9月21日

跟踪评级时间：2019年6月18日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	80.64	84.51	97.29
所有者权益（亿元）	23.88	34.39	34.95
长期债务（亿元）	5.72	7.51	5.69
全部债务（亿元）	49.46	42.07	53.94
营业总收入（亿元）	92.00	102.91	27.37
净利润（亿元）	2.80	2.83	0.60
EBITDA（亿元）	7.26	7.60	--
经营性净现金流（亿元）	-0.56	1.57	-1.17
营业利润率（%）	9.43	8.75	8.65
净资产收益率（%）	12.34	9.70	1.74
资产负债率（%）	70.38	59.31	64.08
全部债务资本化比率（%）	67.44	55.02	60.68
流动比率（倍）	0.95	1.16	1.08
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.11	4.25	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.58	0.61	--

注：1、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；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、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；4、2019年1~3月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；5、本报告中2017年财务数据为2018年审计报告的期初数/上年数。

评级观点

2018年，受益于下游行业需求带动，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”）收入规模和资产规模稳定增长，整体经营情况良好，主要产品产销规模均有所增长。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，联合信用评级有限公司（以下简称“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、货币资金受限比例较高、债务负担较重且短期偿债压力较大、收入实现质量较差、对外担保金额较大以及合营企业亏损扩大等因素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落地投产、技改项目推进，以及业务向多元快速发展，公司有望实现产品结构改善和产品附加值提升，培育形成新的利润增长点，综合实力进一步提升。

随着下游行业需求提振、公司产线升级、产能提升，公司的产销规模有望进一步增加，其细分行业龙头的地位有望进一步得到巩固。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AA，评级展望为“稳定”，同时维持“鼎胜转债”的债项信用等级为AA。

优势

1. 公司作为国内铝压延加工行业的龙头企业，行业地位仍突出、产品种类齐全、客户质量较高，仍具有较强的竞争优势。

2. 受益于下游行业需求带动，公司收入规模和资产规模稳定增长，主要产品产销量均有所增长，整体经营情况良好。

3. 公司积极研发新产品，加大对附加值较高的双零箔、钎焊箔和电池箔的研发投入力度，产品结构逐步优化。

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，对公司资金形成占用，公司收入实现质量有待改善。
3. 公司对合营企业联晟新材关联交易金额较大，且担保比例较高，受联晟新材仍处于建设期，近年来持续亏损影响，公司存在投资亏损风险和担保代偿风险。
4. 公司货币资金受限比例较高，整体资产质量有待提升；债务负担较重且以短期债务为主。
5. 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

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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 10 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

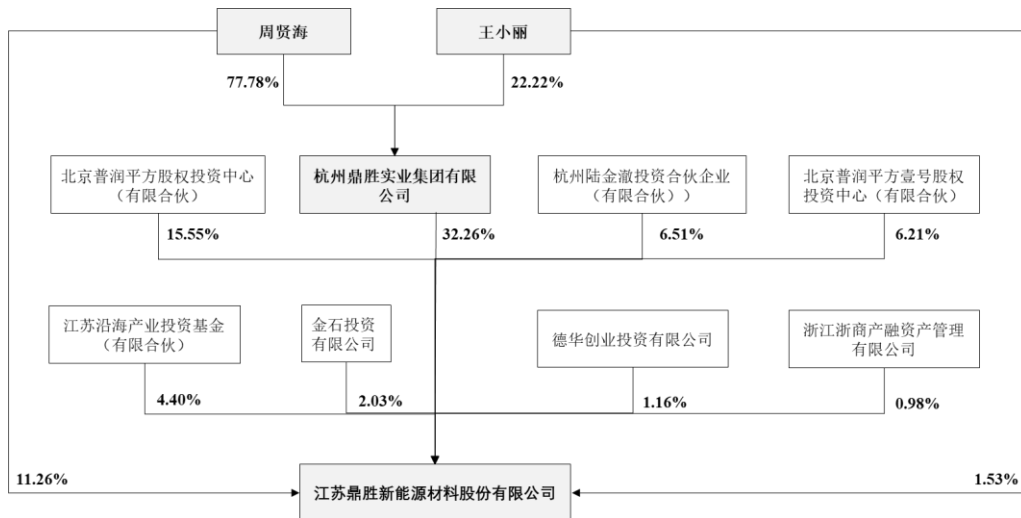
分析师：



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”），成立于2003年8月，初始注册资本为2,000万元。2008年7月，鼎胜有限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。2018年公司首次公开发行6,500万股股票并在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“鼎胜新材”，股票代码“603876.SH”。截至2018年底，公司注册资本为43,000万元，其中杭州鼎胜实业集团有限公司（以下简称“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。截至2019年3月底，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 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供、联合评级整理

截至2018年底，公司经营范围与部门设置未发生变化，纳入公司合并范围的子公司共14家（包括4家孙公司），公司在职员工3,720人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 84.51 亿元，负债总额 50.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 33.82 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 102.91 亿元，净利润（含少数股东损益）2.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.78 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 97.29 亿元，负债总额 62.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 34.37 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 27.37 亿元，净利润（含少数股东损益）0.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.31 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、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2019〕6号”文核准，公司于2019年4月9日公开发行了1,254万张可转换公司债券，每张面值100元，发行总额12.54亿元。发行方式采用向原股东优

先配售，原股东优先配售后余额（含原股东放弃优先配售部分）采用网下对机构投资者配售和通过上海证券交易所（以下简称“上交所”）交易系统网上定价发行的方式进行，认购金额不足 12.54 亿元的部分由主承销商余额包销。经上交所自律监管决定书（2019）65 号文同意，公司 12.54 亿元可转换公司债券于 2019 年 4 月 30 日起在上交所挂牌交易，债券全称为“2019 年江苏鼎胜新能源材料股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），债券简称“鼎胜转债”，债券代码“113534.SH”。

本次债券转股期的起止日期：2019 年 10 月 16 日至 2025 年 4 月 8 日；每年的付息日为本次债券发行首日（即 2019 年 4 月 9 日）起每满一年的当日；如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个工作日，顺延期间不另付息；每相邻的两个付息日之间为一个计息年。

本次债券募集资金用于“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。截至 2019 年 4 月底，“鼎胜转债”募集资金已使用 3.56 亿元。截至本报告出具日，“鼎胜转债”尚未进入转股期，且尚未到第一个付息日。

表 1 截至 2019 年 4 月底本次债券募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	募集资金承诺投资总额	截至 2019 年 4 月底累计投入金额
1	铝板带箔生产线技术改造升级项目	41,300.00	5,611.03
2	年产 6 万吨铝合金车身板产业化建设项目	54,100.00	930.12
3	补充流动资金	30,000.00	29,059.06
合计		125,400.00	35,600.21

资料来源：公司提供

三、行业分析

公司主营业务为铝板带箔的研发、生产与销售业务；主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，属于铝压延加工行业。

1. 行业上游

铝压延行业的原材料主要为铝锭、铝坯料，铝锭属于电解铝行业。建筑、交运、电力构成对电解铝的主要需求，约占 60%，另外包装、机械、消费品等领域也构成部分需求。主要消费领域的周期性和政策性，决定了电解铝价格波动性较大。

2018 年，根据长江有色金属市场数据，铝现货价格波动下行。2018 年下半年，铝价格下行至 13,300 元/吨。2019 年一季度，铝价格波动回升，企业信心指数结束连续三个季度的下降，一季度指数较上期提高 0.8 个百分点。2019 年 4 月中旬，铝价格回升至 14,000 元/吨水平。

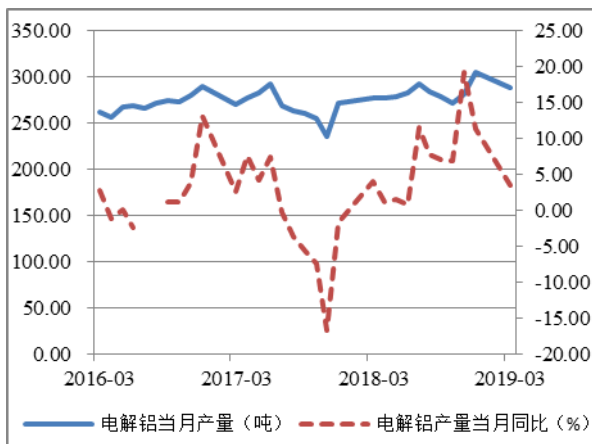
图2 近年来长江有色金属铝 A00 现货价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind

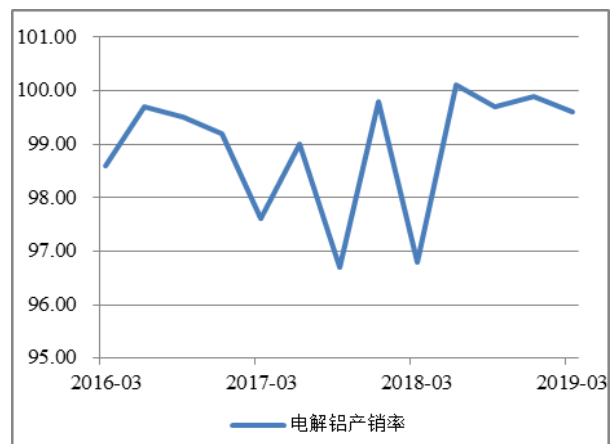
产量方面, 2018 年电解铝产量波动增长, 2018 年末受宏观经济政策影响, 需求有所复苏, 电解铝产量逐渐提高; 2018 年 12 月, 电解铝月产能增长至 305 万吨/月。销量方面, 截至 2018 年末, 电解铝销量 3,371.78 万吨, 较上年末增长 7.51%; 从产销率来看, 经过 2017 年及 2018 年上半年的市场波动, 行业调整产量、出清库存, 电解铝市场产销率逐渐回升, 2018 年各季度数据分别为 96.80%、100.10%、99.70%、99.90%, 除一季度外均较上年有 1~3 个百分点的回升。2019 年一季度, 电解铝的产销率 99.60%, 维持在较高水平。

图3 近年来电解铝月产量及同比增长率



资料来源: 国家统计局

图4 近年来电解铝产销率



资料来源: 国家统计局

2019 年一季度, 我国有色金属行业运行基本平稳, 铝材产量 1,040 万吨, 同比增长 10.20%。根据工信部数据, 一季度年主要消费领域市场回暖, 有色行业盈利增加。其中, 铝加工行业扭转了去年底以来的效益下滑态势, 实现利润 117.80 亿元, 同比增长 6.10%。

总体看, 2018 年, 电解铝产量增长, 价格波动下降, 产销率提升; 2019 年一季度价格回暖, 产销率维持在较高水平, 在减税降费等相关利好政策的带动下, 有色金属市场有所提振。

2. 行业下游

铝板带箔的下游行业主要为家用电器、食品药品包装、电力电子、新能源汽车与电池等。

家用电器行业方面, 因受地产行业影响, 具有一定周期性。2018 年地产竣工及建安投资增速下

滑，对家电行业带来一定影响。此外，受第二轮贸易摩擦清单涉及空调和冰箱整机出口影响，空调销量在二季度出现抢出口情况，全年销量增速前高后低。

消费品及包装行业方面，包装领域包括易拉罐、烟草包装、医药包装等，属于弱经济周期行业，整体增速较为稳定。2018年消费品市场总体平稳，消费结构持续优化升级，消费方式不断创新，消费领域新旧动能转换稳步推进，居民消费潜力进一步释放。在民生工程与消费转型等增长拉动下，铝板带箔市场将逐步向精细化深加工方向发展。目前我国消费总量稳定上升，医药行业的快速发展，都为铝箔行业发展创造了需求。

电力电子行业方面，受5G计划迟于市场预期影响，固网、无线网络建设及移动电子设备产量增速减缓，也对铝的需求量增长产生一定影响。

新能源产业方面，2018年，我国汽车销量出现负增长，对汽车装饰材料行业的铝箔需求量产生不利影响。2019年发改委发布《推动汽车、家电、电子消费品更新消费促进循环经济发展实施方案(2019-2020年)》，指出要推动节能环保和汽车更新消费。随着国家加大对汽车消费的刺激力度，汽车用铝的需求有望提升。一方面，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；另一方面，纯电动汽车、混合动力汽车的发展对于汽车的轻量化、节能化提出了更高的要求，从而促进了钎焊箔等在新能源汽车中的应用与推广。

总体看，2018年，铝箔下游行业中家电厨卫、电力电子增速放缓，消费品及包装行业相对稳定，新能源行业在政策驱动下存在机遇。未来随着宏观经济调控政策的出台、国内汽车行业及新能源新产业的发展，铝板带箔行业将具有良好的市场前景。

3. 行业关注

(1) 原材料价格波动风险

行业销售价格定价方式主要采用“铝锭价格+加工费”的销售定价模式，由于产品存在生产周期且需要保持一定的库存规模，在铝锭价格上可能存在风险敞口。若铝锭价格在短期内出现剧烈波动特别是大幅下跌，可能导致短期内盈利能力大幅下降甚至出现亏损。

(2) 行业结构不合理

目前，行业进入壁垒较低，低端产品产能过剩，竞争激烈，市场集中度有待提升。此外，头部企业正在研究拓展新的产品领域，生产附加值较高的铝板带箔产品，能否掌握核心技术仍存在一定不确定性。

(3) 贸易摩擦风险影响铝压延加工行业出口

2019年，中美贸易摩擦仍在持续，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。2018年3月，美国对从中国进口的铝箔产品征收反倾销和反补贴税，损害中国企业利益。受当前中美贸易关系紧张影响，行业仍面临一定贸易摩擦风险。

四、管理分析

2018年，由于工作变动原因，丁贵宝先生、杨一兵先生不再担任公司董事，公司补选陈魏新女士、边慧娟女士为公司第四届董事。董事会聘任宋阳春先生为公司财务总监，并聘任王诚先生为董事会秘书。

总体看，董事、财务总监及董事会秘书变动未对公司经营产生重大不利影响，公司其他董事、

监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司仍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、普板带、电池箔等。

2018年，公司实现营业收入102.91亿元，较上年增长11.86%，主要系有色金属铝压延收入增长所致；主营业务收入100.44亿元，占营业收入比重为97.60%，主营业务突出；公司营业成本93.54亿元，较上年增长12.64%，主要系公司采购的半成品铝卷价格上升及制造费用提高所致；公司实现净利润2.83亿元，较上年增长0.98%。

表2 2016~2018年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018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	226,484.22	33.52	11.97	351,073.19	39.64	10.36	346,696.89	34.52	9.72
单零箔	130,737.39	19.35	10.74	157,061.18	17.73	8.92	187,952.14	18.71	7.62
双零箔	165,133.66	24.44	12.67	185,864.53	20.99	10.84	233,522.98	23.25	9.77
普板带	75,627.74	11.19	5.96	90,635.48	10.23	4.58	106,701.43	10.62	4.27
电池箔	33,913.23	5.02	29.67	44,230.31	4.99	25.07	46,925.03	4.67	25.01
其他	43,695.32	6.47	7.28	56,746.59	6.41	5.45	82,604.74	8.22	4.65
合计	675,591.56	100.00	11.81	885,611.28	100.00	9.97	1,004,403.20	100.00	9.06

资料来源：公司年报

从收入构成来看，2018年，公司主要收入仍来源于空调箔，占主营业务收入比重为34.52%，较上年减少5.12个百分点；收入下降1.25%，一方面系空调箔属于附加值较低产品，市场竞争激烈，公司向高端产品布局，减少了空调箔的生产量；另一方面系2018年空调市场销量增速减缓所致。2018年单零箔、双零箔、普板带、电池箔收入均较上年有所增长，在主营业务收入中分别占比18.71%、23.25%、10.62%和4.67%；其他产品主要包括PS版基料、钎焊箔，占主营业务收入比重提高至8.22%。

从毛利率水平来看，2018年，公司主营业务综合毛利率为9.06%，较上年下降0.91个百分点，各主要产品毛利率均存在不同程度下降，主要系半成品铝卷的采购均价上升及制造费用提高所致。

从产品销售区域来看，2018年，公司境内销售金额61.04亿元，占主营业务收入60.78%；境外销售金额39.40亿元，占主营业务收入39.22%，境外收入占比较上年提高3.15个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入27.37亿元，较上年同期增长9.20%，主要系销售规模扩大所致；实现净利润0.60亿元，较上年同期增长2.10%。

总体看，2018年，公司仍以铝板带箔的生产销售为主，营业收入保持增长；受原材料中铝卷价格提高及制造费用上升影响，公司综合毛利率有所下降。

2. 业务运营

(1) 采购

2018年，公司主要原材料仍为铝卷、铝锭。其中铝卷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，费用月结，以银行承兑汇票支付。铝锭价格一般参考当日/月长江现货铝锭价格均价确定，采用付款提货，现汇付款。

2018年，公司铝卷采购量29.65万吨，较上年增长18.88%；采购均价1.41万元/吨，较上年增长0.92%，主要系公司对高加工费的铝卷采购量增加所致。铝卷是将铝锭经熔炼铸轧成卷，属于半成品，价格在铝锭价格基础上加加工费确定，加工费根据加工工序道次、工艺复杂程度、运输成本等多方面确定，其中铸轧板的加工费比较低，平均1,100元/吨，单双零半成品的加工费较高，约2,000~3,100元/吨。2018年，受销量增长及产品结构调整影响，公司外购铝卷的类型结构有所变化：铸轧板占比从年初的60%降至11%，高附加值的半成品采购占比从35%上升到88%，导致公司原材料整体采购均价提高。

因公司熔铸线、冷轧线不能满足生产需要，部分铝卷通过第三方采购，主要供应商为关联方内蒙古联晟新能源材料股份有限公司（以下简称“联晟新材”）。2018年，公司向联晟新材采购铸轧卷、冷轧卷等铝坯料合计17.30亿元，为2017年的2.18倍，占年度总采购额的11.94%。联晟新材成为公司第一大供应商，主要系公司产能由2017年46.85万吨增长至2018年56.43万吨，公司半成品产能不足，增加对联晟新材采购量所致。公司向联晟新材采购原材料的价格定价机制与第三方供应商一致。

2018年，公司铝锭采购量28.89万吨，较上年增长3.34%；采购均价1.23万元/吨，较上年小幅下降0.08%，与长江现货均价趋势基本一致。铝锭为大宗商品，价格透明，公司主要面向市场采购。由于公司对上游铝锭供应商主要采用100%预付款模式，原材料对公司营运资金占用明显。

表3 2016~2018年公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

名称	项目	2016年	2017年	2018年
铝锭	采购量	294,921.34	279,542.86	288,876.45
	采购均价	10,735.92	12,329.40	12,320.05
铝卷	采购量	170,299.08	249,410.16	296,491.64
	采购均价	12,568.50	13,954.05	14,082.05

资料来源：公司提供

2018年，从采购集中度来看，公司前五大供应商采购额47.30亿元，占当年采购总额52.65%，采购集中度较高，且对个别供应商存在依赖。

从供应商稳定性上看，2018年，随着公司对铝卷的采购量扩大，联晟新材成为第一大供应商，铝锭供应商仍主要为神火集团¹、山西同天翔有色金属有限公司。供应商稳定性尚可。

表4 2016~2018年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供应商名称	是否为关联方	采购产品	采购额	占年度采购总额比例
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
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

¹神火集团：主要包括河南神火国贸有限公司、河南神火集团有限公司、上海神火国际贸易有限公司

	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	内蒙古联晟新能源材料股份有限公司	是	铝卷	173,041.71	19.26
	神火集团	否	铝锭	112,107.77	12.48
	山西同天翔有色金属有限公司	否	铝锭	88,669.98	9.87
	甘肃酒钢天成彩铝有限责任公司	否	铝卷	67,994.20	7.57
	国网江苏省电力公司镇江供电公司	否	供电	31,188.80	3.47
	合计			473,002.48	52.65

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司采购结构略有调整，向关联方的铝卷采购量大幅增长；铝锭采购价格随市场行情波动，公司采购集中度较高，且存在对单一供应商的依赖。

(2) 生产

生产模式方面，公司仍采用“以销定产”的方式进行生产，变化不大。2018年，公司主营业务成本91.34亿元，较上年增长14.56%。其中直接材料占比88.08%，制造费用占比3.87%，燃料及动力占比5.14%，直接人工占比2.92%。

产能方面，2018年，公司产能56.43万吨/年，较2017年增长9.58万吨/年，主要系公司铝板带箔工程部分完工转入固定资产，产能提升所致。2018年，产能利用率100.87%，维持在较高水平。

表5 2016~2018年公司产能及产量情况(单位:万吨/年、万吨、%)

项目	2016年	2017年	2018年
产能	46.85	46.85	56.43
产量	41.88	50.82	56.92
产能利用率	89.39	108.47	100.87

资料来源：公司提供

从主要产品来看，2018年，受家电市场和汽车行业影响，空调箔（亲水箔、光箔）和电池箔产量有所下降；单零箔、双零箔和普板带快速增长，分别较上年增长13.20%、22.79%和21.19%。

表6 2016~2018年公司主要产品产量情况(单位:吨)

项目	2016年	2017年	2018年
光箔	34,550.53	40,000.51	39,552.02
亲水箔	115,071.61	168,643.44	164,433.69
单零箔	77,137.93	91,783.95	103,897.89
双零箔	91,053.41	93,966.36	115,379.89
普板带	54,284.81	59,303.15	71,872.14
电池箔	15,395.45	18,185.25	17,833.95

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司总体产能有所提升，产能利用率维持在较高水平；受下游行业波动影响，空调箔和电池箔产量略有下降，其他主要产品产量均保持增长。

(3) 销售

2018年，公司的销售模式仍为直销与经销相结合，同时对大客户采用区域覆盖的销售模式，在重点市场区域派驻业务代表。国内销售主要采取直销方式，国际销售采取直销与经销相结合。结算

方式较上年无明显变化。

销售价格方面，2018年，公司延续“铝锭价+加工费”的定价方式，为规避原材料价格波动风险，公司通过金融衍生工具进行套期保值。

从销售情况看，2018年，受下游空调行业增速放缓影响，公司空调箔（亲水箔、光箔）整体销量20.25万吨，较上年下降1.27%，产销率保持在较高水平；受益于包装及消费品行业增长，单零箔销量10.48万吨，较上年增长19.29%，双零箔销量11.57万吨，较上年增长24.45%，产销率均维持在较高水平；2018年，电池箔销量1.85万吨，较上年增长4.31%，产销率大幅提高。从销售价格上看，2018年，除亲水箔和普板带销售均价小幅下降外，公司主要产品销售均价较上年均有小幅提升，销售价格总体保持稳定。

表7 2016~2018年公司主要产品销售情况（单位：吨、元/吨、%）

产品	项目	2016年	2017年	2018年
亲水箔	销量	113,621.13	165,204.90	162,593.88
	均价	15,677.11	17,417.97	17,382.86
	产销率	98.74	97.96	98.88
光箔	销量	34,320.38	39,861.92	39,865.29
	均价	14,090.50	15,884.80	16,069.67
	产销率	99.33	99.65	100.79
单零箔	销量	81,073.23	88,659.90	104,774.20
	均价	16,293.48	17,882.80	17,938.78
	产销率	103.88	95.69	100.84
双零箔	销量	89,913.38	92,937.49	115,660.09
	均价	18,365.86	19,998.88	20,190.45
	产销率	98.75	98.91	100.24
电池箔	销量	15,094.72	17,708.07	18,471.01
	均价	22,466.95	24,977.48	25,404.70
	产销率	98.05	97.38	103.57
普板带	销量	54,797.85	58,440.64	69,680.99
	均价	13,801.22	15,508.98	15,312.85
	产销率	100.95	98.55	96.95

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2018年，公司前五大客户较为稳定，主要为空调生产商，销售额20.66亿元，占当年营业收入比重为20.57%，较上年下降2.98个百分点。公司客户集中度较低，总体较为稳定；下游客户所处行业集中度较高，易受宏观经济周期波动影响。

表8 2016~2018年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
2016年	美的集团	光箔、亲水箔	47,802.20	7.89
	格力集团	光箔、亲水箔、普板带	25,623.18	4.19
	海信集团	光箔、亲水箔、普板带	19,047.62	2.91
	日本大金集团	光箔、亲水箔	18,735.07	2.55
	LG集团	光箔、亲水箔、普板带、电池箔	14,255.45	2.36
		合计		125,463.52
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	23.55
2018年	格力集团	空调箔	75,618.88	7.53
	美的集团	空调箔	49,006.71	4.88
	海信集团	空调箔	33,249.50	3.31
	大金集团	空调箔	26,708.38	2.66
	海尔集团	空调箔	21,988.47	2.19
	合计		206,571.95	20.57

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司销售方式仍以直销为主，受下游空调市场影响，空调箔销量有所减少；受食品药品包装行业及新能源电池行业带动，单零箔、双零箔及电池箔销量快速增长；公司客户集中度较低，但前五大客户所处行业集中度较高，受宏观经济周期波动影响较大。

3. 在建项目

截至2019年3月底，公司主要在建项目共5项，较2018年6月底新增2项可转债募投项目：年产6万吨铝合金车身板产业化建设项目和铝板带箔生产线技术改造升级项目，终止年产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。截至2019年3月底，公司在建项目计划总投资26.29亿元，已完成投资10.22亿元，尚需投资16.07亿元，公司面临较大的资金支出压力。项目建成后，将提升公司的铝板带箔产能，增强综合实力，巩固行业地位。

表9 截至2019年3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2019年3月底已投资额	尚需投资	预计完工时间	工程进度
年产5万吨动力电池电极用铝合金箔项目	61,063.81	40,691.09	20,372.72	2019年底	66.64
技改25万吨铝板带箔加工	58,936.19	37,906.81	21,029.38	2019年底	64.32
年产6万吨铝合金车身板产业化建设项目	58,730.84	930.12	57,800.72	2020年底	1.58
铝板带箔生产线技术改造升级项目	45,983.63	4,764.62	41,219.01	2020年底	10.36
年产3.6万吨电池箔项目	7,173.35	3,405.66	3,767.69	--	47.48
其他	31,027.00	14,514.00	16,513.00	2019年底	46.78
合计	262,914.82	102,212.30	160,702.52	--	--

资料来源：公司提供

4. 关联交易

2018年，公司向关联方采购、接受劳务的金额为17.99亿元，较上年增长126.99%，占营业成本19.24%，均为向联晟新材采购原材料、产成品和支付加工费，主要系公司半成品产能不足，增加对联晟新材采购量所致。公司向联晟新材采购原材料的价格以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，符合行业惯例，与第三方供应商定价机制一致。

联晟新材为公司持股50%的合营公司，截至2018年底，联晟新材资产总额26.43亿元，负债总额22.58亿元，所有者权益3.82亿元。2017~2018年，净利润分别为-2,567.29万元和-6,211.18万元，亏损规模扩大，一方面系联晟新材尚处于建设期及投产前期，营运资金需求量大，通过银行贷款等

融资方式筹集资金，利息支出等财务费用金额较大，拖累公司业绩；另一方面系联晟新材采用哈兹列特设备生产工艺，国内缺乏成熟的应用经验，导致投入试运行后的调试时间相对较长，成品率波动较大且低于目前市场主流企业的平均水平，从而使得企业实际产能及盈利能力不足所致。

2018年，公司向关联方出租房屋建筑物实现租赁收入 208.00 万元，与上年持平。2018 年，公司向关联方销售商品、提供劳务实现的收入为 0.36 亿元，较上年大幅减少 59.17%，占营业收入 0.35%，占比较低，主要为对联晟新材销售废料和产成品。

截至 2018 年底，公司与关联方不存在资金拆借行为。

截至 2018 年底，公司向关联方联晟新材支付预付款项 1.91 亿元，向鼎瑞机械支付 0.95 亿元。

表 10 2016~2018 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
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
2018 年	3,560.69	0.35	179,944.11	19.24	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，2018 年，公司从关联方采购、接受劳务金额大幅增长，占营业成本比例较大，但定价公允，对公司财务独立性影响较小。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. 经营关注

（1）原材料价格波动风险

公司生产成本中，铝卷和铝锭占比约 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。

（2）周期性风险

2018 年，公司部分产品业绩波动较大，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，未来趋势是否长期持续存在不确定性。

（3）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。

（4）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。

6. 未来发展

公司未来仍将以铝板带箔的研发、生产与销售业务为主营业务，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，公司发展规划整体定位明确，有利于公司的长远发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2019 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。公司执行财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）、《企业会计准则解释第 9 号—关于权益法下投资净损失的会计处理》《企业会计准则解释第 10 号—关于以使用固定资产产生的收入为基础的折旧方法》《企业会计准则解释第 11 号—关于以使用无形资产产生的收入为基础的摊销方法》及《企业会计准则解释第 12 号—关于关键管理人员服务的提供方与接受方是否为关联方》的相关规定，对 2018 年度的财务报表格式进行了修订，对公司财务数据连续性影响较小。2018 年，公司纳入合并报表范围子公司 14 家，新设子公司 3 家，子公司规模相对不大，公司财务数据的可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 84.51 亿元，负债合计 50.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 33.82 亿元。2018 年，公司实现营业收入 102.91 亿元，净利润 2.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.78 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 97.29 亿元，负债总额 62.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 34.37 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 27.37 亿元，净利润（含少数股东损益）0.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.31 亿元。

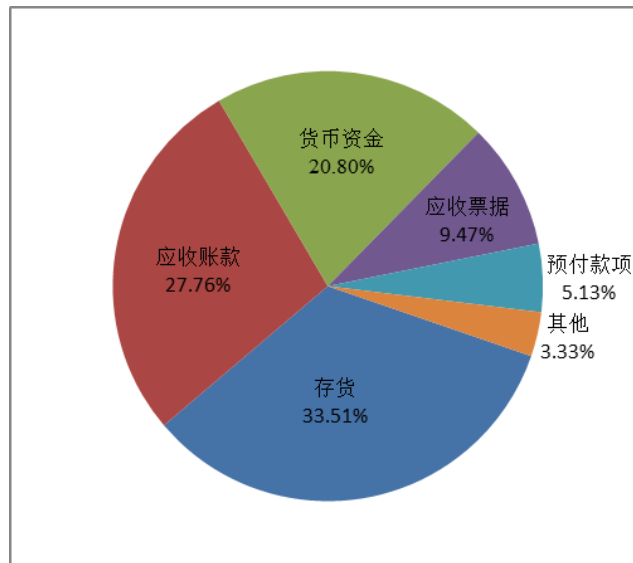
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 84.51 亿元，较年初增长 4.81%，主要系非流动资产增长所致；流动资产和非流动资产占比分别为 57.99%和 42.01%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产总额 49.01 亿元，较年初增长 1.48%，主要系应收账款和预付款项增加所致。流动资产主要由货币资金（占比 20.80%）、应收票据（占比 9.47%）、应收账款（占比 27.76%）、预付款项（占比 5.13%）和存货（占比 33.51%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金 10.19 亿元，较年初下降 6.22%；公司货币资金主要包括银行存款（占比 62.71%）和其他货币资金（占比 37.26%）；其他货币资金共计 3.79 亿元，主要为承兑汇票保证金、信用保证金、期货保证金、存出投资款，均为使用受限的货币资金。截至 2018 年底，公司使用受限的货币资金总额为 4.13 亿元，占货币资金比例为 40.51%，受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收票据 4.64 亿元，较年初下降 29.71%。其中，银行承兑汇票占比 98.42%，商业承兑汇票占比 1.58%。截至 2018 年底，公司已质押 3.14 亿元（包含已合并抵销的关联方票据金额 0.90 亿元），质押比例较高。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 13.61 亿元，较年初增长 19.16%，主要系公司整体销售规模扩大所致；公司已累计计提坏账准备 0.73 亿元，计提比例 5.12%。截至 2018 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 99.18%，账龄较短；公司应收账款金额前五名合计欠款 2.14 亿元，均为空调生产企业，占应收账款账面余额的比例为 14.94%，应收账款集中度较低；对关联方应收账款账面余额 193.31 万元，金额较小。

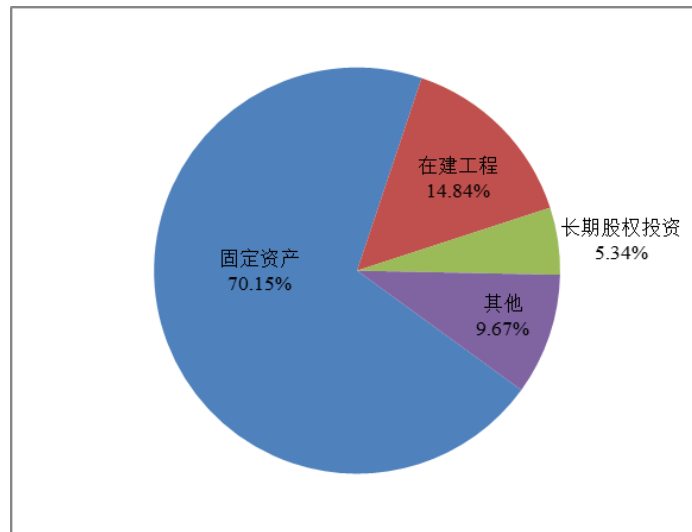
截至 2018 年底，公司预付款项 2.51 亿元，较年初增长 155.54%，主要为预付关联方联晟新材的铝卷采购款 1.91 亿元，占预付款项总额的 75.94%；从账龄来看，一年以内预付款占总预付款项的比重为 98.82%。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 16.42 亿元，较年初增长 1.11%，主要由原材料（占 19.68%）、在产品（占 36.26%）、库存商品（占 29.59%）和发出商品（占 11.90%）构成。截至 2018 年底，公司全部存货共计提跌价准备 239.79 万元，计提比例 0.15%，计提比例较低。考虑到铝价波动较大，公司存货存在一定的跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产总额 35.50 亿元，较年初增长 9.78%，主要系固定资产和在建工程增加所致；非流动资产主要由长期股权投资（占比 5.34%）、固定资产（占比 70.15%）和在建工程（占比 14.84%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司长期股权投资 1.89 亿元，较年初下降 15.11%，主要系权益法下确认对合营企业联晟新材的投资收益-0.34 亿元所致。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。

截至 2018 年底，公司固定资产 24.90 亿元，较年初增长 10.73%，主要系 4.30 亿铝板带箔在建工程转入固定资产所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 22.10%）和专用设备（占比 77.13%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产累计折旧 10.60 亿元，累计计提减值准备 109.84 万元，成新率 70.12%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司在建工程 5.27 亿元，较年初增长 13.68%，主要系公司对电池电极用铝合金箔项目、铝板带箔加工项目等增加投资所致。

截至 2018 年底，公司使用受限的资产账面价值共计 15.39 亿元，占总资产的比例为 18.21%，受限比例较高，主要包括货币资金（占 26.82%）、固定资产（占 38.25%）、应收票据（占 14.56%）、应收账款（占 10.54%）和投资性房地产（占 6.35%）。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 97.29 亿元，较年初增长 15.12%，主要系货币资金及应收票据增加所致；其中，流动资产占比 62.58%，较年初提高 4.59 个百分点。

总体看，2018 年底，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主；流动资产中应收账款和存货规模较大，对资金形成占用，非流动资产中固定资产和在建工程占比提高。资产受限比例较高，整体资产质量一般。

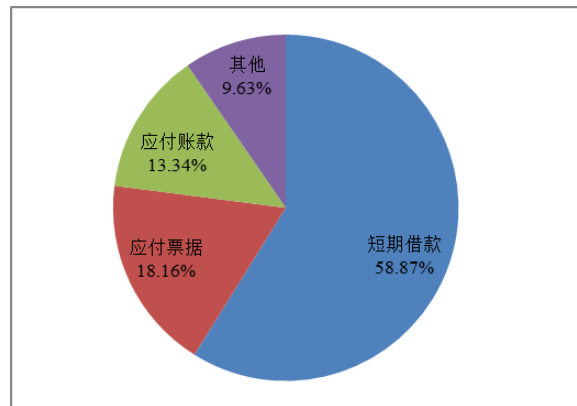
3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 50.13 亿元，较年初下降 11.68%，主要系流动负债减少所致；其中，流动负债占比 84.30%，非流动负债占比 15.70%。

截至 2018 年底，公司流动负债 42.26 亿元，较年初下降 17.27%，主要系应付票据减少所致；流动负债主要由短期借款（占 58.87%）、应付票据（占 18.16%）和应付账款（占 13.34%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司短期借款 24.88 亿元，较年初增长 6.94%；公司短期借款主要由质押借款（占 9.15%）、保证借款（占 33.27%）、保证及抵押借款（占 37.04%）、保证及质押借款（占 11.84%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据 7.67 亿元，较年初下降 31.64%，主要系公司融资总量减少及调整融资结构，增加银行借款所致。

截至 2018 年底，公司应付账款 5.64 亿元，较年初下降 3.45%，主要系应付货款较年初减少所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 7.87 亿元，较年初增长 38.65%，主要系长期借款增加所致。非流动负债主要由长期借款（占比 77.40%）、长期应付款（占比 13.32%）和递延收益（占比 9.28%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 6.09 亿元，较年初增长 4.88 亿元，主要系公司在建项目规模较大，相应银行贷款增加所致。截至 2019 年 3 月底，公司长期借款 4.27 亿元，未来 1~2 年（含两年）偿付金额 3.02 亿元，占比 70.84%，存在一定集中偿付压力。

表 11 截至 2019 年 3 月底公司长期借款期限分布（单位：万元、%）

项目	金额	占比
1~2 年（含 2 年）	30,224.53	70.84
2~3 年（含 3 年）	2,200.00	5.16
3~4 年（含 4 年）	2,200.00	5.16
4~5 年（含 5 年）	1,100.00	2.58
5 年以上	6,943.33	16.27
合计	42,667.86	100.00

数据来源：公司提供

截至 2018 年底，公司长期应付款 1.05 亿元，较年初下降 71.69%，主要系融资租赁提前还款所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 42.07 亿元，较年初下降 14.94%，其中短期债务占比 82.16%，长期债务占比 17.84%，短期债务占比较年初小幅下降；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.31%、55.02%和 17.92%，较年初分别下降了 11.07 个百分点、12.41 个百分点和 1.41 个百分点。公司债务负担有所减轻，但仍较重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 62.35 亿元，较年初增长 24.38%；流动负债和非流动负债占比分别为 90.31%和 9.69%，流动负债占比较年初提高 6.01 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司全

部债务 53.94 亿元，主要为短期债务；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.08%、60.68% 和 14.00%，债务负担较年初有所加重。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所下降，仍以流动负债为主，整体债务负担有所减轻。但 2019 年 3 月底，公司债务规模较年初有所增长，债务负担有所加重。

(2) 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 34.39 亿元，较年初增长 43.99%，主要系资本公积和未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占 98.34%，少数股东权益占 1.66%，少数股东权益占比较低。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益 33.82 亿元，较年初增长 44.13%；其中，实收资本占 12.72%，资本公积占 45.91%，未分配利润占 37.16%。公司权益稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 34.95 亿元，较年初增长 1.62%；其中，归属于母公司所有者权益占 98.35%，少数股东权益占 1.65%，权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模稳定增长，权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 102.91 亿元，较上年增长 11.86%，主要系营业规模扩大所致；实现净利润 2.83 亿元，较上年仅增长 0.98%，低于同期收入增速，主要系营业成本提高、投资亏损扩大及营业外支出增加所致；实现归属于母公司所有者的净利润 2.76 亿元，较上年增长 1.34%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 4.95 亿元，较上年减少 7.00%，主要系财务费用减少所致；其中，销售费用占 49.37%，管理费用占 15.77%，研发费用占 11.45%，财务费用占 23.42%。2018 年，公司销售费用 2.44 亿元，较上年增长 13.52%，主要系工资、运费、差旅费等增加所致；管理费用 0.78 亿元，较上年下降 4.15%，主要系折旧摊销及中介机构费减少所致；研发费用 0.57 亿元，较上年增长 7.22%，主要系职工薪酬和直接投入增加所致；财务费用 1.16 亿元，较上年下降 36.55%，主要系存款利息及汇兑收益增加所致。2018 年，公司费用收入比为 4.81%，较上年下降 0.97 个百分点，费用控制能力略有提高。

从利润构成来看，2018 年，公司资产减值损失 0.13 亿元，主要来自坏账损失，资产减值损失占营业利润的 3.80%；投资收益-0.68 亿元，较上年大幅减少 0.66 亿，主要系对合营企业联晟新材的长期股权投资亏损增加所致。2018 年，公司其他收益 0.14 亿元，主要来自政府科技创新补助、开放型经济发展专项资金及生产性项目政府补助等，占营业利润的 3.82%；资产处置损益 0.15 亿元，较上年由负转正，主要来自无形资产的处置损益，占营业利润 4.23%。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 8.75%，较上年下降 0.68 个百分点；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.92%、6.14% 和 9.70%，较上年分别下降了 0.18 个百分点、0.08 个百分点和 2.64 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.37 亿元，较上年同期增长 9.20%，主要系业务规模进一步扩大所致；公司实现净利润 0.60 亿元，较上年同期增长 2.10%，主要系财务费用减少所致。

总体看，2018 年，公司营业收入保持增长，费用控制能力有所提高，但受营业成本上升以及对合营企业的投资损失侵蚀公司利润的影响，公司整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 100.67 亿元，较上年增长 45.78%，主要系销售规模扩大所致；经营活动现金流出 99.09 亿元，较上年增长 42.36%。综上，2018 年，公司经营

活动现金流量净额 1.58 亿元，由净流出转为净流入。2018 年，公司现金收入比率为 71.23%，较上年提高 8.14 个百分点，但收入实现质量仍较差。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 43.45 亿元，较上年增长 39.21 亿元，主要系到期赎回理财产品所致；投资活动现金流出 46.01 亿元，较上年增长 42.89 亿元，主要系固定资产投资规模扩大所致。综上，2018 年，公司投资活动现金流量净额-2.55 亿元，由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 67.07 亿元，较上年增长 26.64%，主要系取得借款增加、吸收投资收到现金增加所致；筹资活动现金流出 64.04 亿元，较上年增加 15.97%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。综上，2018 年，公司筹资活动现金流量净额 3.03 亿元，由净流出转为净流入。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-1.17 亿元；投资活动现金流量净额-2.03 亿元；筹资活动现金流量净额 3.63 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金状况有所好转，但收入实现质量仍较差；投资性现金转为净流出；考虑到公司在建项目未来仍需较大规模资金投入，公司存在仍一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 0.95 倍上升至 1.16 倍，速动比率由年初的 0.63 倍小幅上升至 0.77 倍；现金短期债务比由年初的 0.40 倍上升至 0.43 倍。考虑到公司货币资金及应收票据使用受限比例较高，公司短期偿债能力仍一般。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 7.60 亿元，较上年增长 4.73%，主要系折旧、摊销增加所致；其中，折旧及摊销占 33.24%，计入财务费用的利息支出占 21.19%，利润总额占 45.57%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.11 倍上升至 4.25 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.15 倍上升至 0.18 倍。整体看，公司长期偿债能力有所提高。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内取得的银行授信额度合计 51.84 亿元，已使用额度 39.33 亿元，尚未使用额度 12.51 亿元，公司间接融资渠道畅通。作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，公司累计对合营企业联晟新材担保责任余额为 5.59 亿元，担保比率较高，且近年联晟新材由于处于建设期导致持续亏损，2017~2018 年净利润分别为-2,567.29 万元和-6,211.18 万元，亏损扩大。截至 2018 年底，联晟新材资产负债率 85.45%，债务负担较重，偿债能力较弱，公司存在一定的代偿风险。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1032110200034820T），截至 2019 年 4 月 22 日，公司无未结清的关注类、不良类贷款信息记录；公司已结清信贷中，有 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、7 笔关注类银行承兑汇票。上述不良记录的产生主要由于公司 2009 年受国际市场大环境影响，销售及经营业绩较 2008 年同期下降，银行根据贷款风险分类要求，将公司贷款调整为关注类所致。2018 年以来，公司无任何不良信息，公司目前在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

总体看，跟踪期内，公司长短期偿债能力指标有所改善，同时考虑到公司经营规模、客户质量等方面的竞争优势，其整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动

计入当期损益的金融资产、应收票据)为 19.66 亿元,为“鼎胜转债”待偿本金(12.54 亿元)的 1.57 倍,覆盖程度尚可;净资产 34.95 亿元,为“鼎胜转债”待偿本金(12.54 亿元)的 2.79 倍,覆盖程度较高。

从盈利情况来看,2018 年,公司 EBITDA 为 7.60 亿元,为“鼎胜转债”待偿本金(12.54 亿元)的 0.61 倍,覆盖程度一般。

从现金流情况来看,2018 年,公司经营活动产生的现金流入 100.67 亿元,为“鼎胜转债”待偿本金(12.54 亿元)的 8.03 倍,公司经营活动现金流入量对“鼎胜转债”待偿本金(12.54 亿元)的覆盖程度较高。

综合以上分析,并考虑到公司在行业地位、业务规模等方面的竞争优势,联合评级认为,公司对“鼎胜转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

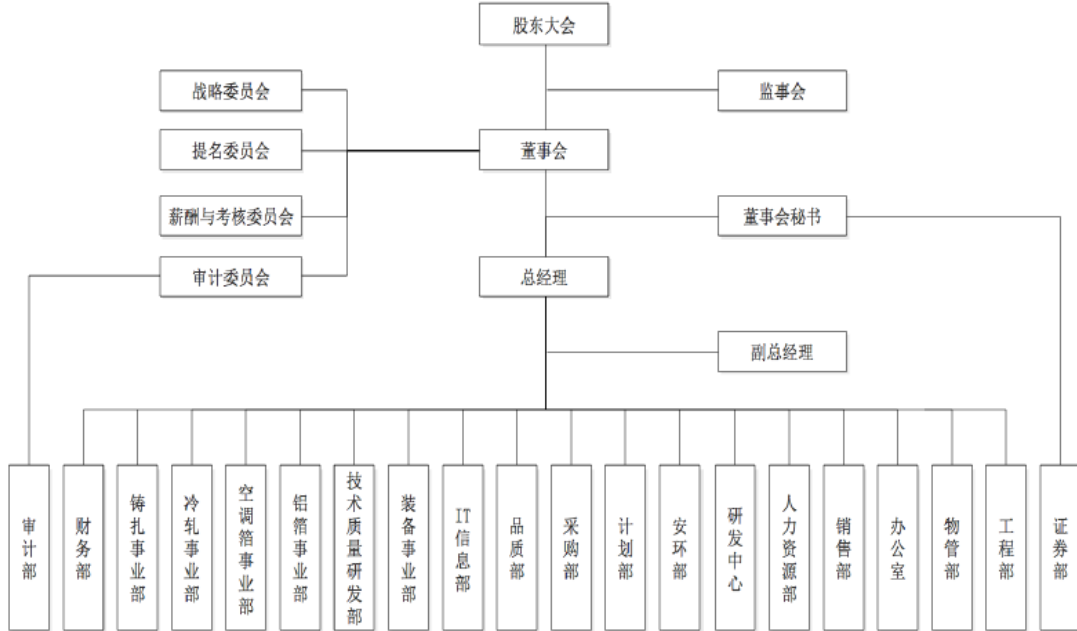
2018 年,受益于下游行业需求带动,公司收入规模和资产规模稳定增长,整体经营情况良好,主要产品产销规模均有所增长。2018 年 4 月,公司完成首次公开发行股票,资本实力和整体抗风险能力得到增强。同时,联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动较大、大额存货和应收账款对营运资金占用较大、货币资金受限比例较高、债务负担较重且短期偿债压力较大、收入实现质量较差、对外担保金额较大以及合营企业亏损扩大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目落地投产、技改项目推进,以及业务向多元快速发展,公司有望实现产品结构改善和产品附加值提升,培育形成新的利润增长点,综合实力进一步提升。

随着下游行业需求提振、公司产线升级、产能提升,公司的产销规模有望进一步增加,其细分行业龙头的地位有望进一步得到巩固。

综上,联合评级维持公司主体信用等级为 AA,评级展望为“稳定”,同时维持“鼎胜转债”的债项信用等级为 AA。

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 主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	80.64	84.51	97.29
所有者权益 (亿元)	23.88	34.39	34.95
短期债务 (亿元)	43.74	34.56	48.24
长期债务 (亿元)	5.72	7.51	5.69
全部债务 (亿元)	49.46	42.07	53.94
营业总收入 (亿元)	92.00	102.91	27.37
净利润 (亿元)	2.80	2.83	0.60
EBITDA (亿元)	7.26	7.60	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.56	1.57	-1.17
应收账款周转次数 (次)	7.99	7.80	--
存货周转次数 (次)	5.56	5.72	--
总资产周转次数 (次)	1.14	1.25	0.30
现金收入比率 (%)	63.09	71.23	50.41
总资本收益率 (%)	6.11	5.92	--
总资产报酬率 (%)	6.23	6.14	--
净资产收益率 (%)	12.34	9.70	1.74
营业利润率 (%)	9.43	8.75	8.65
费用收入比 (%)	5.78	4.81	5.15
资产负债率 (%)	70.38	59.31	64.08
全部债务资本化比率 (%)	67.44	55.02	60.68
长期债务资本化比率 (%)	19.33	17.92	14.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.11	4.25	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.18	--
流动比率 (倍)	0.95	1.16	1.08
速动比率 (倍)	0.63	0.77	0.79
现金短期债务比 (倍)	0.40	0.43	0.41
经营现金流动负债比率 (%)	-1.09	3.72	-2.08
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.58	0.61	--

1. 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;2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金;3. 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;4. 2019 年 1-3 月财务报表数据未经审计,相关指标未年化;5. 本报告中 2017 年财务数据为 2018 年审计报告的期初数/上年数。

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]
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	自由负债/自有资产×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	
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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+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。