



信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪017号

浙江海亮股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“浙江海亮股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级AA，评级展望稳定；维持上述债券信用等级AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零二零年一月二十日

浙江海亮股份有限公司 公开发行可转换公司债券不定期跟踪评级报告（2020）

发行主体	浙江海亮股份有限公司		
债券名称	浙江海亮股份有限公司公开发行可转换公司债券		
债券简称	海亮转债		
债券代码	128081.SZ		
发行主体	浙江海亮股份有限公司		
发行规模	人民币 31.50 亿元		
债券余额	人民币 31.50 亿元		
存续期限	6 年期，2019/11/21~2025/11/21		
上次评级时间	2019/01/15		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

跟踪期内，受益于外延式并购及内生式扩张，浙江海亮股份有限公司（以下简称“海亮股份”或“公司”）铜加工产能快速上升，规模优势及市场地位得到巩固；公司主要铜产品销售量价齐升带动收入和盈利规模持续增长，但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司产能释放压力、财务杠杆水平较高及短期偿债压力大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持海亮股份主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“浙江海亮股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA。

正 面

- 铜加工产能持续扩张，规模优势及市场地位得到巩固。2018 年以来，公司持续推进并购、技改和项目新建，铜加工产能规模于 2019 年 9 月末扩充至 107.30 万吨（不含铜排），且未来随着在建项目的持续推进，铜加工产能有望得到提升，规模优势及市场地位将进一步巩固。
- 盈利能力增强。受益于新增产能的释放，公司收入规模同比快速增长，盈利能力得到提升，2018 年公司铜材产销量同比增长，当年实现营业收入 406.98 亿元，同比增长 36.05%；经营性业务利润 8.55 亿元，同比增长 25.17%。

关 注

- 产能释放压力。2018 年以来公司产能增幅明显，但受并购产能利用率较低及新投产生产线磨合影响，铜加工产能释放率下滑，2018 年及 2019 年 1~9 月产能利用率分别为 91.51% 和 78.35%，中诚信证评将持续关注公司铜加工产能释放情况。
- 财务杠杆水平较高。截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 63.07% 和 52.18%，财务杠杆处于偏高水平，且 2019 年 11 月可转债发行成功，短期内将进一步推

概况数据

海亮股份	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	46.49	55.22	83.91	88.28
总资产（亿元）	127.64	152.80	192.18	239.05
总债务（亿元）	46.97	67.10	65.28	96.32
营业总收入（亿元）	180.00	299.13	406.98	320.76
营业毛利率（%）	7.58	5.73	5.60	6.55
EBITDA（亿元）	10.55	12.38	16.79	-
所有者权益收益率（%）	12.16	13.05	11.04	12.60*
资产负债率（%）	63.58	63.86	56.34	63.07
总债务/EBITDA（X）	4.45	5.42	3.89	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.37	5.11	4.33	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、上表中加“*”指标系经年化处理。

分 析 师

胡 培 phu@ccxr.com.cn
 邓晓洁 xjdeng@ccxr.com.cn
 Tel: (021) 60330988
 Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2020 年 1 月 20 日

高公司财务杠杆水平。

- 短期偿债压力大。截至 2019 年 9 月末，公司总债务合计 96.32 亿元，规模较大，且均为短期债务，面临较大的短期偿债压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

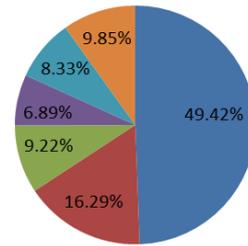
经中国证券监督管理委员会证监许可[2019]1943号文核准，浙江海亮股份有限公司（以下简称“海亮股份”或“公司”）于2019年11月21日成功发行了“浙江海亮股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券的期限为发行之日起6年，票面利率为：第一年为0.3%、第二年为0.6%、第三年为1.0%、第四年为1.5%、第五年为1.8%、第六年为2.0%，债券简称“海亮转债”，于2019年12月16日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券代码为“128081”，本次募集资金扣除发行费用后，拟用于年产17万吨铜及铜合金棒材建设项目（一期项目）、年产7万吨空调制冷用铜及铜合金精密无缝管智能化制造项目、扩建年产5万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目、有色金属材料深（精）加工项目（一期）、年产6万吨空调制冷管智能化生产线项目、年产3万吨高效节能环保精密铜管智能制造项目和补流还贷项目。本次债券募集资金总额31.50亿元，实际募集资金净额31.28亿元，截至2019年12月末，公司实际使用可转债募集资金用于置换前期自有资金投入、临时性补流、补流还贷、项目投入等合计274,879.33万元，可转债募集资金余额37,683.48万元。

行业关注

受下游主要行业需求表现疲软影响，铜产品消费或将维持低速增长态势；此外，受铜矿供给、贸易争端以及铜价波动较大等因素影响，业内企业经营稳定性面临较大压力。

铜行业下游主要为房地产、电力、家电、汽车等行业，其发展与宏观经济发展及全国固定资产投资密切相关，是典型的周期性行业。近年来，受经济增速放缓和产业结构调整影响，我国铜消费量持续保持低增速，2018年我国铜消费量为1,305万吨，同比增长2.50%，增速回落4.60个百分点。

图1：2018年国内精炼铜消费结构



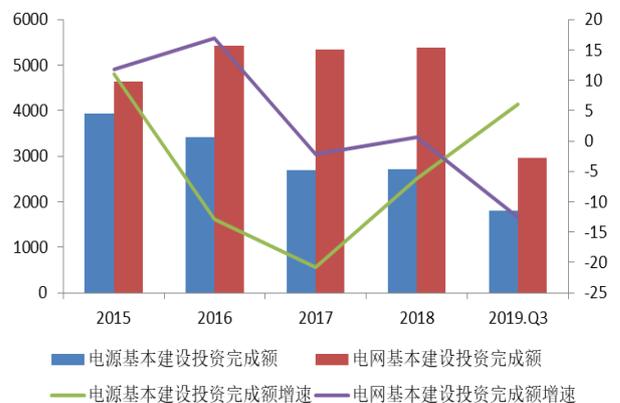
■ 电力 ■ 空调制冷 ■ 交通运输 ■ 电子 ■ 建筑 ■ 其他

资料来源：安泰科，中诚信证评整理

从下游细分行业看，在国内经济增速放缓的大环境下，电力、房地产、家电及汽车等铜产品主要消费领域的增速近年来出现不同幅度的下滑。电力方面，2017~2018年，我国电网基本建设投资完成额分别为5,339亿元和5,373亿元，同比分别增长-2.15%和0.60%，根据国家电网“十三五”规划，2019年和2020年我国电网投资额预计分别为4,390亿元和4,690亿元，随着国家电力建设的逐渐成熟，电力投资难以保持过去的高增速。

图2：近年电力投资情况

单位：亿元、%



资料来源：Wind，中诚信证评整理

房地产方面，在房地产行业严厉调控及“住房不炒”的基本定位下，2018年及2019年1~9月房屋竣工面积分别为93,550万平方米和46,748万平方米，分别同比减少7.82%和8.57%，全国商品房销售面积增速由2017年的7.70%下滑至2019年1~9月的-0.10%，在国家对房地产行业未有方向性改变的情况下，房地产投资或将趋向谨慎。

图3: 近年房屋竣工情况



资料来源: Wind, 中诚信证评整理

家电方面, 2018年以来, 在国内市场需求增速放缓和国际市场出口受阻等因素作用下, 我国家用空调总销量增速下滑。2016~2018年我国空调全球总销量分别为10,817.3万台、14,170.2万台和15,054.5万台, 同比分别增长1.7%、31.0%和6.2%。2019年1~9月国内家电市场全品类零售额同比下滑4.3%, 家电行业面临较大经营压力。

汽车行业方面, 据中国汽车工业协会统计, 2017年以来, 随着小排量汽车购置税减半政策变更, 汽车产销量增速回落, 2018年及2019年1~9月, 全国汽车产量分别为2,780.92万辆和1,814.90万辆, 同比分别减少4.16%和11.40%; 同期, 全国汽车销量分别为2,808.06万辆和1,837.10万辆, 同比分别减少2.76%和10.30%。

图4: 近年汽车产销情况

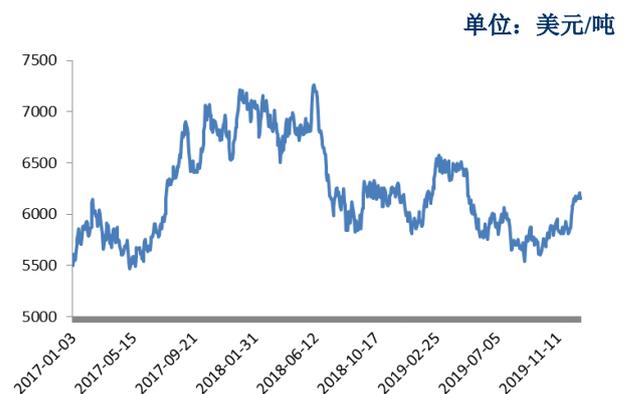


资料来源: Choice, 中诚信证评整理

2018年, 铜价主要波动区间为5,700-7,350美元/吨, 受智利全球最大铜矿Escondida劳资谈判影响, 期间伦铜最高触及7,348美元/吨。2018年, 中美贸易紧张关系不断升级, 双方相互加征关税, 美方宣布拟将2,000亿美元中国输美产品加征关税税

率由10%提高到25%, 中方回应将依法对自美进口的约600亿美元产品按照四档不同税率加征关税(包括对进口于美国的铜精矿、废杂铜、粗铜(阳极铜)和电解铜征收25%关税), 避险情绪主导下, 大宗商品价格普遍大幅下跌, 铜价从年内高点跌至年内低点, 跌幅超过20%, 但全年平均价格仍高于2017年。2019年前三季度, 铜价呈现先扬后抑趋势, 主要波动区间为5,550-6,600美元/吨, 4月中旬期间伦铜最高触及6,608.5美元/吨, 随后铜价开始快速下行, 2019年9月末LME现货价格为5,727美元/吨, 四季度以来, 在美联储连续降息对冲下, 全球主要经济体经济指标已呈现企稳的势头, 制造业数据大多有所抬头, 全球经济企稳的预期得到强化, 市场投资信心大增, 铜价波动重心抬高。

图5: LME铜现货价格走势



资料来源: Choice, 中诚信证评整理

总体来看, 受下游电力、房地产、家电及汽车等铜产品主要消费领域增速下滑影响, 铜产品总体需求或将维持低速增长态势。同时, 铜价受铜矿供给以及贸易争端影响, 波动较大, 且短期内铜需求回落预期下, 铜价将持续保持震荡波动的态势。

业务运营

公司业务以铜管、铜棒及铜排的产销为主, 并兼营电解铜等原材料的贸易业务。2018年以来, 受益于外延式并购及内生式扩张, 公司铜加工产能持续提升, 主要铜产品销售量价齐升带动收入规模持续增长, 2018年公司营业总收入同比增长36.05%至406.98亿元; 2019年1~9月营业总收入为320.69亿元, 与上年同期规模持平。

表 1: 2017~2018 年及 2019 年 1-9 月公司营业收入构成情况

单位: 亿元、%

	2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入	298.16	99.68	405.97	99.75	319.99	99.76
铜管	230.92	77.20	303.95	74.68	190.23	59.31
铜加工						
铜棒	11.91	3.98	17.87	4.39	28.97	9.03
铜排	-	-	6.58	1.62	6.91	2.15
其他	5.04	1.68	2.87	0.71	1.93	0.60
原材料等 (贸易)	50.29	16.81	74.71	18.36	91.95	28.67
利息收入	0.97	0.32	1.02	0.25	0.78	0.24
营业总收入	299.13	100.00	406.98	100.00	320.76	100.00

注: 2018 年公司收购贝德铜业后, 铜排收入增加较大, 故单独列示, 以前年度合并在其他明细列示。

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

跟踪期内, 随着并购、技改和产能扩建项目持续推进, 公司铜加工产能扩张明显, 铜产品产销量稳步增长, 但仍需关注新增产能释放情况。

表 2: 2018 年以来公司铜加工板块主要并购情况

并购事件	产能	对价及商誉
2018 年收购贝德铜业 100% 股权	1.2 万吨铜排产能	对价 0.59 亿元, 形成商誉 0.36 亿元
2019 年收购欧洲铜及铜合金产品生产企业 KME Germany GmbH & Co.KG 旗下铜棒与铜管业务	28 万吨高档铜棒与 5.2 万吨铜管产能	对价 1.19 亿欧元, 形成商誉 0.62 亿元

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2018 年以来, 随着“广东海亮年产 7.5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目”、“安徽海亮年产 9 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目”等项目的部分生产线陆续投产, 逐步推进原产线技改升级以及外延式并购扩张产能, 公司铜加工产能实现大幅增长。截至 2019 年 9 月末, 公司铜加工产能合计 107.30 (不含铜排) 万吨, 较 2017 年末增加 59.80 万吨, 其中收并购新增产能 33.20 万吨、技改升级新增产能 15.60 万吨、新建项目投产新增产能 11.00 万吨。公司生产基地主要分布于浙江、上海、安徽、广东和欧洲等地, 全球化战略布局进一步深化。此外, 随着在建项目推进, 公司产能将进一步扩张, 竞争实力不断增强, 但公司产品主要应用于空调制冷、建筑、卫浴和海洋工程等, 需关注在房地产调控下的家电行业需求疲软给公司带来的产能释放压力。

表 3: 截至 2019 年 9 月末, 公司生产基地情况

生产基地	产能 (万吨/年)	主要产品
浙江	26.00	各类铜管、铜棒、管件
上海	11.00	各类铜管
越南	7.10	各类铜管
安徽	10.00	各类紫铜管
江门	10.50	各类紫铜管、铜棒
中山	6.00	各类紫铜管
泰国	2.50	各类紫铜管、管件
重庆	1.00	各类紫铜管
德国	14.50	各类紫铜管、铜棒
西班牙	0.20	各类紫铜管
法国	8.00	各类铜棒
意大利	10.50	各类铜棒
合计	107.30	-

注: 不包含铜排产能, 铜排产能为 2.4 万吨。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在建项目方面, 目前公司主要在建工程有 11 个, 计划总投资为 43.26 亿元, 已完成投资 17.92 亿元, 后续资金需求主要通过 2018 年定增及 2019 年可转债的募集资金进行平衡。

表 4: 截至 2019 年 9 月末, 公司重点在建工程建设情况

单位: 万元

项目	总投资	截至 2019 年 9 月末已投金额
广东海亮年产 7.5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	40,000.00	27,237.78
安徽海亮年产 9 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	51,200.00	27,826.14
高精度环保型铜及铜合金管件智能化制造技改项目	11,323.00	1,480.93
年产 10,000 吨新型高效平行流换热器用精密微通道铝合金扁管建设项目	15,000.00	8,064.83
铜及铜合金管材智能制造项目	12,110.00	12,919.68
年产 17 万吨铜及铜合金棒材建设项目 (一期项目)	57,200.00	26,490.81
年产 7 万吨空调制冷用铜及铜合金精密无缝管智能化制造项目	32,800.00	1,813.57
扩建年产 5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	27,000.00	12,522.79
有色金属材料深 (精) 加工项目 (一期)	50,000.00	18,618.44
美国新建 6 万吨铜管项目	115,000.00	32,636.65
年产 3 万吨高效节能环保精密铜管智能制造项目	21,013.00	9,618.71
合计	432,646.00	179,230.33

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 5: 近年来公司铜加工产品产能及销量

	2016	2017	2018	2019.Q3	2019.Q3 (剔除欧洲产能情况)
期末年产能 (万吨)	36.00	47.50	65.10	107.30	74.10
平均产能 (万吨)	32.22	45.07	60.63	69.20	52.60
产量 (万吨)	29.67	45.11	55.74	54.22	45.44
产能利用率 (%)	92.05	100.09	91.51	78.35	86.39
销量 (万吨)	28.97	44.73	55.71	53.92	46.55

注: 上表数据不包含铜排; 2019 年 1~9 月产能利用率经年化; 期末产能系在期末时点的产能, 平均产能是指考虑当期产能变动的发生时间、按月度进行加权计算后的产能, 故平均产能更能反映当期的实际产能状况, 上表中的产能利用率系按照产量与平均产能之比计算。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

得益于产能规模提升及自身品牌实力与技术优势, 公司铜产品产销量快速增长, 2018 年及 2019 年 1~9 月自主生产的铜材产量分别为 55.74 万吨和 54.22 万吨, 同比分别增长 23.56% 和 20.57%, 销量分别为 55.71 万吨和 53.92 万吨, 同比分别增长 24.55% 和 21.24%。产能利用率方面, 2018 年以来公司产能增幅明显, 但受并购产能利用率较低及新投产生产线磨合影响, 铜加工产能释放率下滑, 2018 年及 2019 年 1~9 月产能利用率分别为 91.51% 和 78.35% (剔除欧洲区域产能后的产能利用率为 86.39%), 中诚信证评将持续关注公司铜加工产能释放情况。

委托生产方面, 2019 年之前, 公司委托金龙精密铜管集团股份有限公司 (以下简称“金龙股份”) 下属三家工厂开展加工业务, 以满足美国市场订单需求, 2018 年委托加工量为 12.40 万吨; 2019 年双

方协议委托加工合作期限到期, 公司后续不再与金龙股份及其下属公司开展相关业务, 相关订单将由公司相关生产基地承接。

研发方面, 公司坚持科技强企战略, 不断实施技术改造和工艺更新, 加大新产品研发力度, 2018 年, 公司研发投入金额为 5.23 亿元, 同比增长 28.74%, 当年公司共申请专利 148 项, 其中发明专利 43 项, 完成了 6 项国家行业标准的讨论稿编制工作。随着研发投入力度的持续加大, 公司技术实力进一步得到增强, 2018 年公司获得中国有色金属加工工业协会评选的“中国铜管材十强企业”第一名, 公司的铜管材入选由国家工业和信息化部、中国工业经济联合会等联合评选的《第三批制造业单项冠军产品名单》。

表 6：公司近年来铜产品销售情况

核心产品品种		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~9 月
铜管	销售量 (万吨)	25.17	39.76	49.02	40.79
	销售均价 (万元/吨)	3.77	4.59	4.91	4.66
	加工费 (元/吨)	2,500~33,000	2,500~33,000	2,500~33,000	2,500~33,000
	产销率 (%)	97.71	98.68	99.97	99.19
铜棒	销售量 (万吨)	3.80	4.97	6.69	13.13
	销售均价 (万元/吨)	1.95	2.39	2.67	2.21
	加工费 (元/吨)	1,500~8,100	1,500~8,100	1,500~8,100	1,500~8,100
	产销率 (%)	97.44	103.11	99.75	100.25
铜排	销售量 (万吨)	-	-	1.43	1.53
	销售均价 (万元/吨)	-	-	4.60	4.50
	加工费 (元/吨)	-	-	1,600~9,000	1,600~9,000
	产销率 (%)	-	-	98.95	100.37

注：不包括委托加工部分

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，近年来公司境外销售占比较大，2016~2018 年境外收入占比分别为 27.99%、34.78% 和 33.99%，公司境外业务主要通过境外生产基地及委托加工基地进行生产与销售，从而有效规避中美贸易战及反倾销等风险。公司在铜加工产品领域处于领先地位，主要客户为格力、美的、海信及海尔等优质家电企业，2018 年及 2019 年 1~9 月前五大客户收入占比分别为 21.01% 和 17.07%，集中度尚可。销售价格方面，公司铜加工产品采用“原材料+加工费”的定价方式，产品价格受原材料价格影响有所波动，2018 年铜管和铜棒销售均价分别为 4.91 万元/吨和 2.67 万元/吨，分别同比上涨 6.97% 和 11.72%；2019 年 1~9 月，铜管、铜棒和铜排销售均价分别为 4.66 万元/吨、2.21 万元/吨和 4.50 万元/吨，分别较上年全年下滑 5.09%、17.23% 和 2.17%。

采购方面，公司采用国内长单、国内临单、国外长单以及国外临单四种方式采购电解铜，境内采购结算方式为付款发货和货到付款，境外采购结算方式为三个月的信用证和付款交单。2018 年及 2019 年 1~9 月公司前五大供应商采购金额占比分别为 20.62% 和 15.73%，供应商集中度仍保持较低水平。公司与客户订单确定原材料价格后，通过和上游供应商签订合同及套期保值两种方式锁定原材料价格。为规避原材料价格波动风险，公司将所有存

在风险敞口的净库存都进行套期保值，将存在敞口风险的净库存量控制在公司能够承受范围之内，中诚信证评将持续关注原材料价格波动以及套期保值效果等因素对公司整体盈利能力的影响。

跟踪期内，公司贸易、环保和小额贷款业务稳步发展。

公司贸易业务主要为电解铜贸易，2017~2018 年及 2019 年 1~9 月分别实现收入 50.29 亿元、74.71 亿元和 91.95 亿元，随着铜加工业务的扩张，贸易业务规模实现稳步增长。

2015 年 4 月公司收购浙江海亮环境材料有限公司（以下简称“海亮环材”）涉足环保业务领域。海亮环材环保业务主要产品为 SCR 脱硝催化剂，产品用途为燃煤发电厂烟气脱硝净化。2017~2018 年以及 2019 年 1~9 月，海亮环材 SCR 催化剂业务分别实现收入 1.63 亿元、1.77 亿元和 1.11 亿元。

2015 年 11 月公司收购浙江海博小额贷款股份有限公司（以下简称“海博小贷”）布局金融业务。海博小贷业务区域范围为浙江省，除部分贫困学生助学贷款业务外，海博小贷不进行无担保的信用贷款业务。2017~2018 年以及 2019 年 1~9 月，海博小贷实现营业收入分别为 0.88 亿元、0.93 亿元和 0.79 亿元，净利润分别为 0.38 亿元、0.44 亿元和 0.37 亿元；同期末贷款余额分别为 10.25 亿元、8.88 亿

元和 8.66 亿元，其中 2018 年末信用贷款 2 万元、保证贷款 1.90 亿元、抵押贷款 6.78 亿元、质押贷款 0.20 亿元；同期贷款不良率分别为 7.52%、9.29% 和 8.45%，公司针对贷款中正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类分别按照 1.50%、3.00%、30%、60% 和 100% 计提贷款减值准备。2018 年及 2019 年 1~9 月海博小贷前五大客户贷款余额占比为 8.05% 和 9.35%，客户集中程度较高，虽然海博小贷相关贷款业务已提供一定资产抵押，但依然面临一定坏账风险。

总体来看，贸易、环保业务及小额贷款业务稳步发展，作为主业补充，一定程度上有助于公司业务多元化发展，但仍需关注宏观经济下行压力加大对小贷等金融业务造成的冲击。

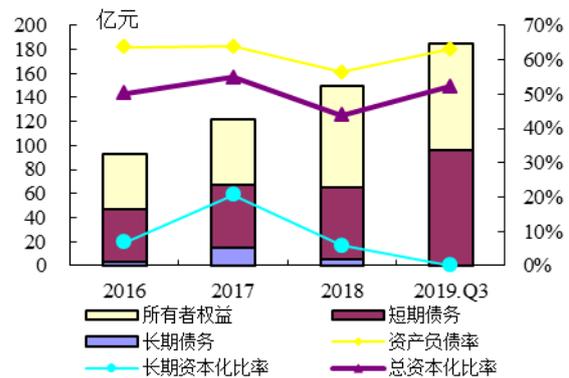
财务分析

以下财务分析基于公司提供的大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1~9 月财务报表。

资本结构

2018 年以来，随着业务规模扩张和在建项目推进，公司总资产和总负债稳步增长，截至 2018 年末，公司总资产和总负债分别为 192.18 亿元和 108.27 亿元，同比分别增长 25.77% 和 10.95%。所有者权益方面，2018 年 11 月公司完成增发募集资金净额 20.50 亿元，且受益于当期利润的留存，期末公司所有者权益同比增长 51.97% 至 83.91 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司总资产、总负债和所有者权益进一步增长至 239.05 亿元、150.77 亿元和 88.28 亿元。

图 6：2016~2019.Q3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别较上年末下降 7.52 个百分点和 11.10 个百分点至 56.34% 和 43.76%；2019 年以来随着在建项目的推进和业务规模的扩张，公司加大外部融资力度，财务杠杆比率有所回升，当年 9 月末公司资产负债率和总资本化比率分别为 63.07% 和 52.18%。

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，2018 年末流动资产合计 122.84 亿元，占资产总额的比重为 63.92%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成，上述资产占同期末流动资产的比重为 27.44%、11.35%、29.93%、5.22% 和 23.76%。其中，2018 年末公司用于信用证开证、融资保函及银行承兑汇票的保证金金额增加致使货币资金同比增长 389.72% 至 33.71 亿元，受限规模为 21.81 亿元；应收票据主要为银行承兑汇票（2018 年末银行承兑汇票和商业承兑汇票规模分别为 12.98 亿元和 0.95 亿元），2018 年公司加大票据贴现力度，年末应收票据同比减少 21.13%；随着业务扩张，公司应收账款和存货规模增长较快，2018 年末应收账款同比增长 8.12% 至 36.77 亿元，累计计提坏账准备 0.76 亿元；存货同比增长 14.29% 至 29.18 亿元，主要包括原材料 9.55 亿元、在产品 2.24 亿元、库存商品 10.57 亿元和自制半成品 3.93 亿元，同期末累计计提跌价准备 37.71 万元，在铜价剧烈波动行情下，存货面临一定跌价风险；预付款项主要为预付原材料采购款，2018 年末一年以内款项占比为 94.91%。截至 2019 年 9 月末，公司流动资产规模为 155.14 亿元，较上年末增长 26.29%。

其中应收账款、预付款项和存货分别较上年末增长 11.41%、106.86% 和 38.53%，主要系 2019 年公司收购 KME 旗下铜合金棒和铜管业务生产规模扩大所致；当期交易性金融资产从上年末的 1.02 亿元增至 12.58 亿元，主要系公司购买结构性存款所致。

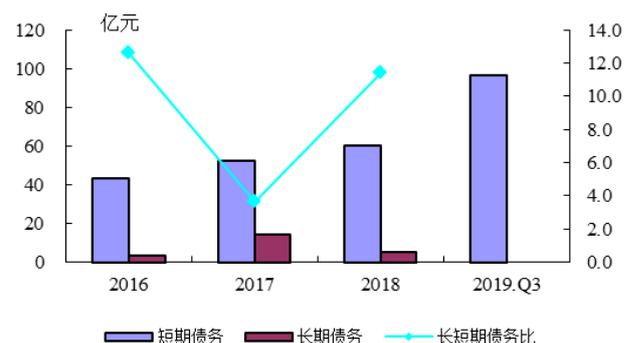
非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产合计 69.34 亿元，主要由可供出售金融资产、发放贷款及垫款、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。可供出售金融资产主要由公司 2012 年投资金川集团股份有限公司产生，规模较为稳定，为 8.16 亿元；发放贷款及垫款 2018 年末规模同比减少 14.48% 至 8.20 亿元（余额为 8.88 亿元，其中正常类 7.82 亿元、关注类 0.23 亿元、次级类 0.22 亿元、可疑类 0.28 亿元、损失类 0.33 亿元，累计计提贷款损失准备 0.69 亿元），当期计提坏账准备 0.20 亿元，实际核销坏账准备 0.18 亿元；长期股权投资为对宁夏银行股份有限公司和海亮集团财务有限责任公司的股权投资，2018 年实现权益法核算的长期股权投资收益 0.93 亿元，长期股权投资同比增长 4.63% 至 15.60 亿元；固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备等，2018 年末规模为 16.00 亿元，2019 年公司收购 KME 旗下铜合金棒和铜管业务，9 月末固定资产较上年末增长 41.07% 至 22.57 亿元；在建工程主要为广东海亮年产 7.5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目和扩建年产 5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目等铜加工建设及技改项目，随着在建项目的逐步建设，2018 年末和 2019 年 9 月末公司在建工程规模分别为 5.63 亿元和 12.72 亿元，较上年末增长分别为 122.02% 和 126.03%；2018 年末公司无形资产同比增长 58.53% 至 5.23 亿元，主要系相关建设项目土地购置所致；2018 年和 2019 年公司分别收购贝德铜业 100% 股权和 KME 旗下铜棒和铜管业务，分别形成商誉 0.36 亿元和 0.62 亿元，2018 年及 2019 年 9 月末公司商誉规模分别为 2.67 亿元和 3.30 亿元。

负债结构方面，2018 年末公司流动负债合计 101.85 亿元，占负债总额的 94.06%，主要由短期借款（41.09 亿元）、应付票据（9.19 亿元）、应付

账款（34.83 亿元）和一年内到期的非流动负债（9.69 亿元）构成。公司短期借款主要为保证借款、信用借款、信用证贴现和质押借款等，2018 年末规模同比减少 11.06%；随着业务规模的扩张，2018 年末公司应付票据和应付账款同比分别增长 221.33% 和 60.46%；随着长期借款逐步进入一年内到期，一年内到期的非流动负债 2018 年末规模较上年末增长 229.38%。2019 年 9 月末，公司流动负债合计 148.25 亿元，同比增长 45.56%，其中短期借款较 2018 年末增长 57.42%，主要系随着在建项目推进，融资需求增加所致；应付票据和应付账款分别较上年末增长 154.49% 和 18.50%，主要系收购 KME 旗下铜合金棒和铜管业务后，公司业务规模扩张所致。非流动负债主要由长期借款构成，2018 年末长期借款规模为 5.26 亿元，同比减少 63.62%，2019 年 9 月末进一步减少至 0 亿元。

从债务规模来看，截至 2018 年末，公司总债务 65.28 亿元，同比减少 2.71%，长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2017 年末的 3.64 倍增至 11.42 倍，债务期限结构有待优化。2019 年 9 月末公司总债务 96.32 亿元，债务规模快速上升且均为短期债务，短期偿债压力较大。

图 7：2016~2019.Q3 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体而言，2018 年以来，随着业务规模扩张和在建项目的推进，公司资金需求量较大，致使其债务规模增长较快，财务杠杆比率回升，且 2019 年 11 月可转债发行成功，短期内将进一步推高公司财务杠杆水平。

盈利能力

2018 年以来，随着新增产能的释放及原材料平

均成本上升带动产品销售价格上涨，公司主要铜产品量价齐升，推动当年营业总收入同比增长 36.05% 至 406.98 亿元。毛利率方面，公司铜加工产品采用“原材料+加工费”的定价方式，对于不同铜加工产品，根据其加工难度、品质要求、运输半径、付款方式以及付款周期等因素确定收取不同加工费，各产品间加工费水平差异较大。2018 年受铜价增长影响，铜棒和铜排产品毛利率均有所下滑，铜管则受订单结构影响，较上年小幅提升，综合来看，当期毛利率小幅下滑 0.13 个百分点至 5.60%。2019 年 1~9 月公司实现营业总收入 320.69 亿元，与上年同期持平，毛利率为 6.55%，较上年全年提升 0.95 个百分点，主要系铜价持续下滑所致。

表 7：2016~2019.Q3 公司毛利率情况

	单位：%			
	2016	2017	2018	2019.Q3
铜管	8.15	6.67	6.87	9.11
铜棒	8.00	6.16	4.85	8.54
铜排	-	-	2.21	2.78
其他	12.40	15.93	15.90	20.41
原材料等 (贸易)	1.74	0.30	0.50	0.63
营业毛利率	7.58	5.73	5.60	6.55

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 14.59 亿元，同比增长 34.74%。受业务规模扩张影响，公司销售费用和管理费用分别同比增长 4.17% 和 4.46%；受融资成本上升及汇兑损失增加影响，当年财务费用同比增长 140.40% 至 4.88 亿元，其中利息费用为 3.83 亿元，同比增长 58.26%，汇兑损失（净）为 0.92 亿元，同比增加 1.35 亿元。近年公司持续加大研发投入，2018 年发生研发费用 1.75 亿元，同比增长 49.74%。2018 年，公司期间费用率为 3.58%，较上年保持稳定，整体费用控制情况较好。2019 年 1~9 月，受 KME 旗下铜合金棒和铜管业务并表影响，公司期间费用增长，当期合计 14.28 亿元，同比增长 39.00%，期间费用率为 4.45%。

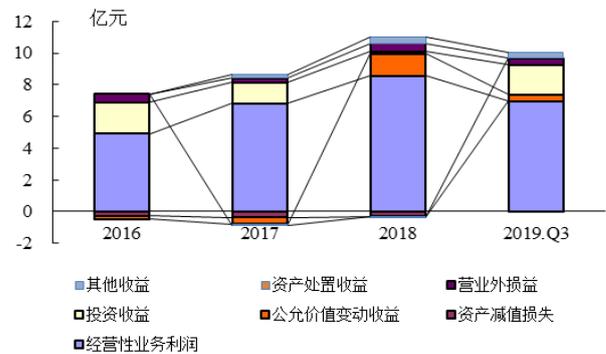
表 8：2016~2019.Q3 公司期间费用分析

	单位：亿元			
项目	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	2.50	3.92	4.08	3.82
研发费用	-	1.17	1.75	1.46
管理费用	3.39	3.71	3.87	4.96
财务费用	3.26	2.03	4.88	4.04
三费合计	9.14	10.83	14.59	14.28
营业总收入	180.00	299.13	406.98	320.76
期间费用收入 占比	5.08%	3.62%	3.58%	4.45%

注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，2017 年度进行重述，2016 年度未重述。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 8：2016~2019.Q3 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

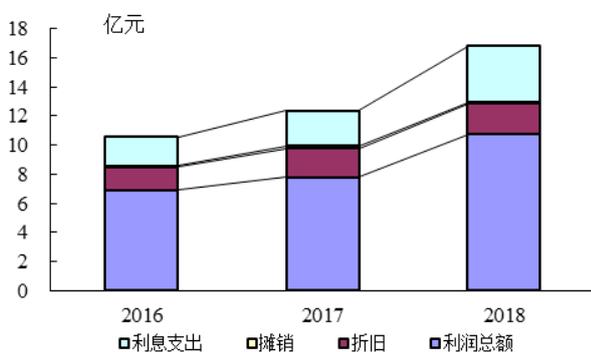
2018 年公司利润总额为 10.72 亿元，同比增长 37.77%。经营性业务利润方面，受益于业务规模扩张，2018 年公司经营性业务利润同比增长 25.17% 至 8.55 亿元。非经常性损益方面，2018 年公司发生资产减值损失 0.29 亿元，主要为海博小贷计提的贷款减值损失；公司通过远期外汇买卖对冲公司外币净负债的敞口风险，该损益在持有期间计入公允价值变动收益，2018 年公司实现公允价值变动损益 1.41 亿元，同比增加 1.82 亿元；当年受处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生投资收益 -0.79 亿元，致使投资收益同比减少 89.28% 至 0.14 亿元；实现营业外损益 0.52 亿元和其他收益 0.42 亿元，分别同比增长 88.80% 和 82.67%，主要为政府补助。2019 年 1~9 月，公司实现利润总额 10.07 亿元，同比增长 20.25%，其中经营性业务利润 6.96 亿元，同比减少 11.59%，实现公允价值变动收益 0.40 亿元、投资收益 1.88 亿元（主要来自

远期外汇买卖)、营业外损益 0.41 亿元和其他收益 0.40 亿元,保持良好的盈利水平。

整体来看,2018 年以来,受益于产能的持续扩张,公司营业总收入规模增长,并保持了良好的盈利水平,但公司部分利润来源于投资收益、公允价值变动等非经常性损益,且近期公司期间费用增幅明显,中诚信证评对公司期间费用的控制情况及盈利稳定性保持关注。

偿债能力

图 9: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看,公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成,2018 年公司盈利良好,带动 EBITDA 同比增长 35.61%至 16.79 亿元。2018 年,公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.89 倍和 4.33 倍,EBITDA 对债务本息的覆盖能力尚可。

现金流方面,2018 年通过调整与供应商的采购结算方式及加快应收票据周转等方式,公司经营活动净现金流由上年的净流出 31.14 亿元转为净流入 26.07 亿元;2018 年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.40 倍和 6.72 倍,经营活动净现金流对债务本息的保障能力增强。2019 年 1~9 月,公司经营性净现金流为 19.52 亿元,同比减少 9.05%,但仍维持较大净流入规模,中诚信证评将关注公司经营性现金流改善的持续性。

表 9: 2016~2019.Q3 公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
总债务(亿元)	46.97	67.10	65.28	96.32
长期债务(亿元)	3.44	14.45	5.26	0.00
短期债务(亿元)	43.52	52.64	60.02	96.32
EBITDA(亿元)	10.55	12.38	16.79	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.37	5.11	4.33	-
总债务/EBITDA(X)	4.45	5.42	3.89	-
经营活动净现金/利息支出(X)	4.51	-12.85	6.72	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.19	-0.46	0.40	0.27*
资产负债率(%)	63.58	63.86	56.34	63.07
总资本化比率(%)	50.26	54.86	43.76	52.18

注: 带“*”指标已经年化处理

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面,公司与多家商业银行建立长期稳定的合作关系。截至 2019 年 9 月末,公司共获得授信额度 169.28 亿元,尚未使用授信 54.77 亿元,同时公司作为上市公司,资本市场融资渠道畅通,具备一定的再融资能力。

对外担保方面,截至 2019 年 9 月末,公司对海亮集团有限公司担保金额为 12.30 亿元。截至 2019 年 9 月末,公司无重大法律诉讼事项。

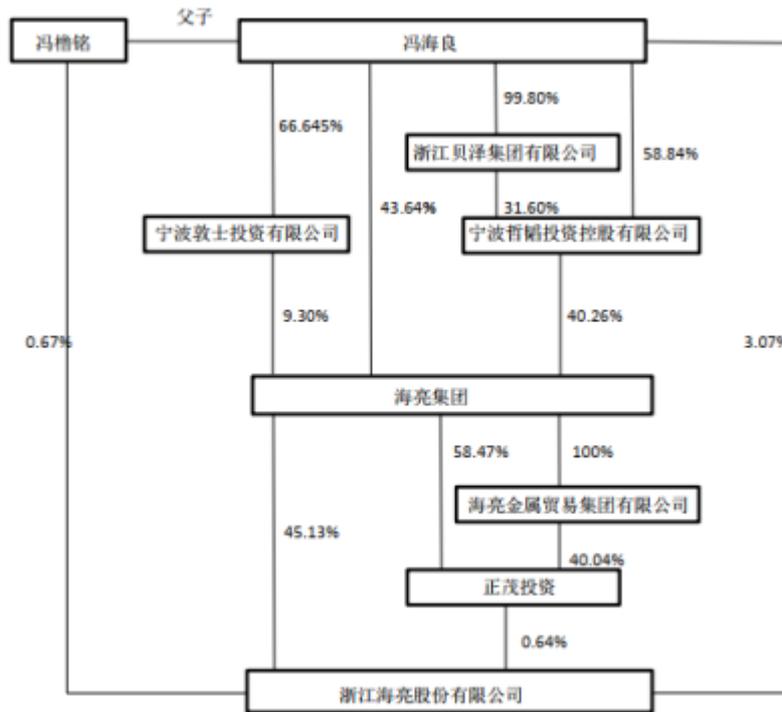
根据公开资料显示,截至 2019 年 9 月末,公司在公开市场无信用违约记录。此外根据公司提供的企业信用报告及相关资料,截至 2020 年 1 月 14 日,在已结清信贷中,公司存在 4 笔关注类票据贴现,最近一次结清日期为 2016 年 10 月 8 日;3 笔关注类贷款,最近一次结清日期为 2008 年 6 月 23 日;1 笔关注类贸易融资,结清日期为 2004 年 9 月 1 日;4 笔欠息记录,最近一次结清日期为 2018 年 9 月 25 日,其中 3 笔系因为贴现票据承兑行未及时付款导致逾期欠息,1 笔系公司提前汇入结算账户的利息款被已开立的信用证项下需支付的承兑费率先扣除所致。除此之外公司借款均能够到期还本、按期付息。

整体而言,公司行业地位提升,有较强的竞争实力,随着产能的有效扩张,营收规模稳步增长,盈利情况良好,但公司杠杆水平较高、债务结构有待优化,且下游主要消费行业需求疲软,面临的产能释放压力及其对公司信用水平的影响值得持续关注。

结 论

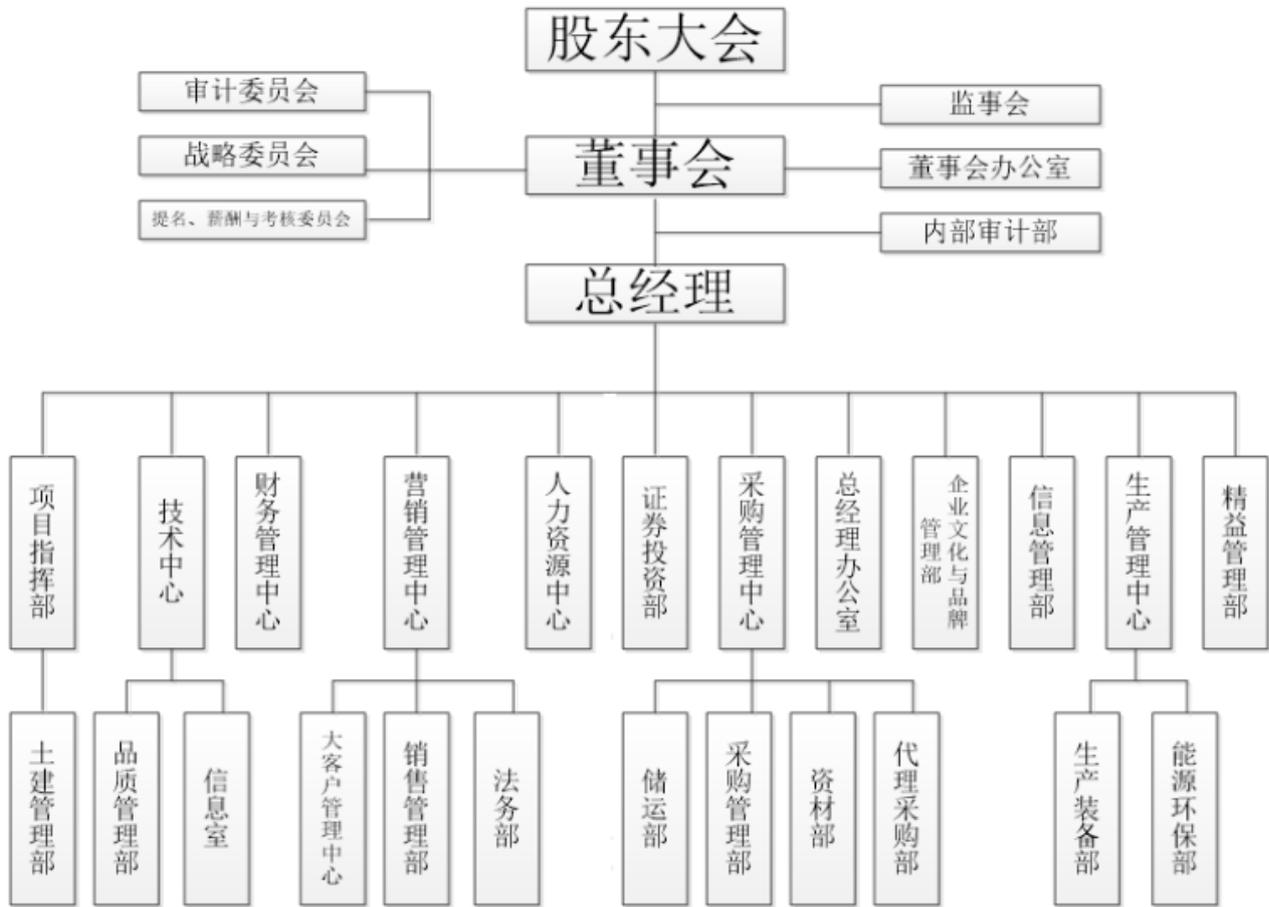
综上，中诚信证评维持海亮股份主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，维持“浙江海亮股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：浙江海亮股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：浙江海亮股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：浙江海亮股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	183,555.20	68,838.37	337,118.36	328,656.16
应收账款净额	225,768.60	340,106.32	367,716.29	409,686.76
存货净额	180,838.16	255,352.12	291,843.23	404,300.10
流动资产	780,649.13	938,888.10	1,228,413.48	1,551,378.03
长期投资	219,936.34	230,774.60	237,681.34	240,126.31
固定资产合计	122,672.36	182,388.27	249,874.23	386,219.96
总资产	1,276,429.45	1,527,996.60	1,921,816.35	2,390,462.35
短期债务	435,234.86	526,449.52	600,198.89	963,237.93
长期债务	34,437.20	144,534.44	52,576.91	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	469,672.06	670,983.96	652,775.80	963,237.93
总负债	811,543.54	975,831.71	1,082,717.89	1,507,700.22
所有者权益（含少数股东权益）	464,885.90	552,164.89	839,098.46	882,762.13
营业总收入	1,799,961.97	2,991,339.57	4,069,833.96	3,207,648.67
三费前利润	140,583.56	176,614.03	231,423.42	212,438.24
投资收益	19,965.48	13,206.68	1,415.13	18,824.68
净利润	56,531.81	72,036.16	92,651.46	83,415.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	105,460.65	123,834.49	167,928.91	-
经营活动产生现金净流量	88,671.67	-311,354.68	260,654.67	195,311.18
投资活动产生现金净流量	-70,667.28	-87,130.52	-143,424.64	-270,328.08
筹资活动产生现金净流量	-3,037.17	324,599.84	-60,091.54	85,506.48
现金及现金等价物净增加额	17,822.39	-78,082.84	65,682.09	18,249.04
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	7.58	5.73	5.60	6.55
所有者权益收益率（%）	12.16	13.05	11.04	12.60*
EBITDA/营业总收入（%）	5.86	4.14	4.13	-
速动比率（X）	0.78	0.83	0.92	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	-0.46	0.40	0.27*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.20	-0.59	0.43	0.27*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.51	-12.85	6.72	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.37	5.11	4.33	-
总债务/EBITDA（X）	4.45	5.42	3.89	-
资产负债率（%）	63.58	63.86	56.34	63.07
总资本化比率（%）	50.26	54.86	43.76	52.18
长期资本化比率（%）	6.90	20.75	5.90	0.00

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、上表中加“*”指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。