跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1377 号

河南明泰铝业股份有限公司：

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

河南明泰铝业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

河南明泰铝业股份有限公司发行的“明泰转债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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
可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
明泰转债	18.39 亿元	AA	AA	2019.6.21

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

最新转股价格：11.20 元/股

跟踪评级时间：2020 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	86.42	93.36	117.68	114.28
所有者权益（亿元）	55.19	60.93	72.66	73.95
长期债务（亿元）	0.00	3.00	15.95	16.18
全部债务（亿元）	24.43	24.62	31.16	26.81
营业收入（亿元）	103.63	133.22	141.48	30.36
净利润（亿元）	3.68	5.28	9.84	1.26
EBITDA（亿元）	7.11	9.65	15.95	--
经营性净现金流（亿元）	-2.81	0.30	-1.61	2.99
营业利润率（%）	8.68	8.54	11.41	9.21
净资产收益率（%）	7.68	9.09	14.73	6.85
资产负债率（%）	36.14	34.74	38.26	35.29
全部债务资本化比率（%）	30.69	28.78	30.01	26.61
流动比率（倍）	1.66	1.96	2.85	3.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.39	0.51	--
EBITDA 利息倍数（倍）	151.09	23.12	21.56	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.39	0.52	0.87	--

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. 2017－2018 年其他应付款已计入短期债务。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；6. 公司应收款项类融资已计入现金类资产

评级观点

跟踪期内，河南明泰铝业股份有限公司（以下简称“明泰铝业”或“公司”）作为铝深加工企业，产能利用率及产销率保持在较高水平，随着产能的增长，公司收入规模持续增长、盈利水平提升。公司在产销规模、产品种类等方面仍保持一定竞争优势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到铝加工行业竞争激烈、国内环保监管趋严、公司盈利状况受铝锭价格波动影响较大、经营获现能力较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

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

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

优势

1．**公司在行业地位、产品种类和产销规模等方面保持一定的竞争优势。**公司作为国内铝深加工知名企业，在行业地位、产品种类和产销规模等方面仍具备一定的竞争优势。

2．**公司成本控制能力较强，研发和生产技术国内领先。**公司成本控制能力较强，铝板带箔的研发和生产技术仍维持国内领先水平。

3．**2019 年，公司收入和盈利规模大幅增长，债务结构有所优化。**2019 年，随着新产线投产，公司收入和盈利规模大幅增长。此外，公司短期债务占比下降，债务结构有所优化。

4．**考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。**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，公司盈利状况受铝锭价格波动影响较大**。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．**公司铝加工生产过程可能存在一定的环保风险。**公司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．**汇率变动、贸易摩擦及新冠疫情可能影响公司的产品外销**。公司部分产品用于出口，汇率变动、贸易摩擦及新冠疫情可能对公司外销产品的销量及价格产生不利影响。

4．**公司经营获现能力较弱**。公司作为铝材加工企业，对产业链上下游企业的议价能力较弱，应收款项和存货对资金占用明显，经营获现能力较弱。

分析师

王文燕　登记编号（R0040217100010）
王　臻　登记编号（R0040219080002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
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）
网址：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他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：王文燕 王婕

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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

2014 年，公司首次实施限制性股票股权激励计划，决定向 184 人授予 1,675.6 万股股票，股本增至 4.18 亿股。2015 年，公司取得中国证监会《关于核准河南明泰铝业股份有限公司非公开发行股票的批复》（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 2019 年底，公司股本 6.16 亿股，马廷义先生持有公司 1.06 亿股，占总股本的 17.19%。公司控股股东及实际控制人为马廷义先生。截至 2020 年 4 月底，公司股权质押合计 1,434.54 万股，质押比例 2.33%，公司实际控制人马廷义先生所持公司股票不存在质押情况。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围控股子公司共 11 家。截至 2020 年 3 月底，公司本部及主要子公司拥有在职员工 4,844 人，公司设有证券部、国内销售部、外贸部、生产部、技术开发中心、财务部、供应部、设备部、仓储物流部、企管部、人力行政部和审计部共 12 个职能部门。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 117.68 亿元，负债合计 45.02 亿元，所有者权益 72.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 70.42 亿元。2019 年，公司实现营业收入 141.48 亿元，净利润 9.84 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 9.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.61 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 114.28 亿元，负债合计 40.33 亿元，所有者权益 73.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 71.67 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 30.36 亿元，净利润 1.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.43 亿元。

公司地址：巩义市回郭镇开发区；法定代表人：马廷义。

二、债券发行及募集资金使用情况

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

公司发行可转债的募集资金用于投资铝板带生产线升级改造项目，将公司 1+1 热连轧生产线改造为 1+4 热连轧，配套冷轧设备等工作。

2020 年 4 月 10 日，公司支付“明泰转债”第一期付息金额 735.56 万元。截至 2020 年 3 月 31 日，公司对募投项目累计投入 74,962,865.94 元，募集资金余额为人民币 1,761,756,599.84 元（其中募集资金余额为 1,741,562,689.09 元，募集资金利息收入及手续费支出净额 20,193,910.75 元），其中：银行存款 11,756,599.84 元，暂时闲置资金投资未收回金额 750,000,000.00 元，暂时闲置募集资金暂时补充流动资金 1,000,000,000.00 元。

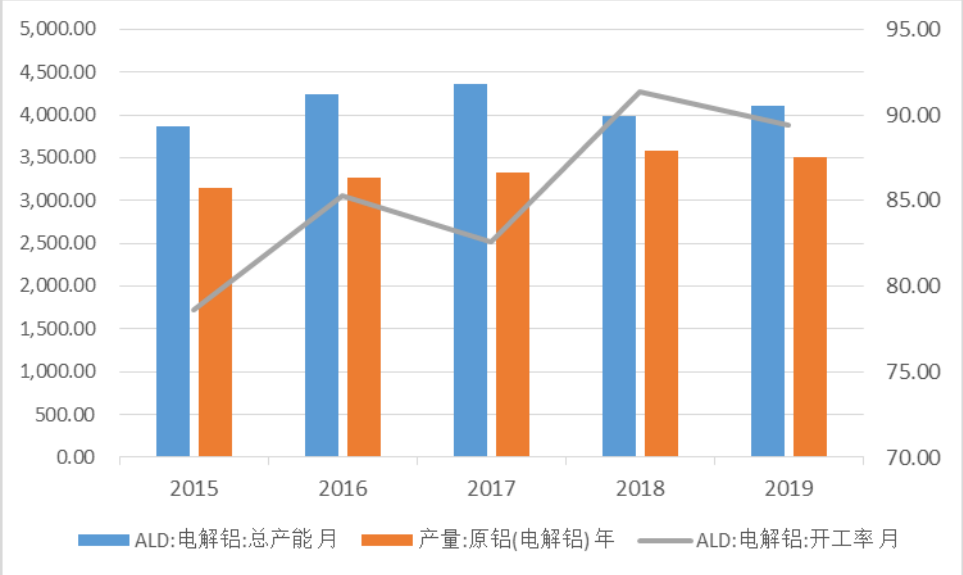
三、行业分析

1. 行业供给

2019 年，电解铝行业仍推进供给侧改革，行业产能不断向云南、内蒙等环境容量高、电力优势明显的地区转移。

自 2017 年电解铝供给侧改革以来，各省、市、自治区所属电解铝产能不断有淘汰、退出、置换、新增等情况出现。据上海有色网统计，截至 2020 年 2 月底，全国电解铝产能置换指标 828 万吨，其中退出产能主要集中在河南，而置换新增产能主要集中在内蒙、广西、云南。2017－2020 年 2 月末，我国电解铝产能分别为 4,356.80 万吨、3,986.30 万吨、4,100.50 万吨和 4,084.60 万吨，呈波动下降态势。根据 Mymetal 统计，2020 年我国预计有 286 万吨电解铝产能投产，81 万吨电解铝产能复产，预计会使得行业产能增幅较大，但据安泰科数据预计，2022 年我国电解铝产能置换将基本结束，对应电解铝产能上线 4,500 万吨左右。产量方面，2012 年以来我国原铝产量保持波动增长趋势，2019 年原铝产量首次下滑，同比下降 0.90%至 3,504.40 万吨。

图 2　2015－2019 年我国电解铝产能、产能利用率及原铝产量情况（单位:万吨、%）



资料来源：Wind

2. 上游情况

2019 年铝土矿供应充足，价格仍维持高位窄幅震荡局面。2019 年氧化铝产能过剩格局依然存在，价格重心下移；同时叠加煤炭价格略有回落，电解铝成本有所下降。

铝土矿方面，2019 年我国铝土矿进口总量为 10,066 万吨，同比增长 21.7%，前三大进口国为几内亚、澳大利亚以及印尼，进口数量分别为 4,445 万吨、3,604 万吨、1,441 万吨。铝土矿价格方面，2019 年以来，铝土矿价格仍维持高位窄幅震荡，截至 2020 年 2 月底，铝土矿价格为 290 元/吨。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。未来海外铝土矿新增项目较多，俄铝、几内亚动力矿业、法国矿商 AMR、澳洲力拓、中铝等均有铝土矿新建项目。我国海外进口铝土矿能够得到保障。

氧化铝方面，据阿拉丁统计数据显示，截至 2019 年 12 月底，全国氧化铝建成年产能 8,597 万吨，运行年产能 6,830 万吨，开工率 79.5%，较上年底下滑近 10.6 个百分点。2019 年我国氧化铝产量 7,247 万吨，同比减少 1%。进出口方面，随着海外短缺局面的扭转，海外氧化铝价格下跌，出口盈利窗口关闭，我国再次由出口转至进口状况，全年累计净进口氧化铝 127 万吨。氧化铝价格方面，2019 年氧化铝价格呈现“前高后低”的走势，价格重心下移。据 SMM 统计，2020 年国内氧化铝计划投产 650 万吨，国外氧化铝计划投产 430 万吨，国内外氧化铝供应过剩格局依然存在，价格或将承压。

煤炭供应方面，2019 年我国煤炭供应能力增加。一是产量增加。2019 年，我国原煤产量 37.46 亿吨，同比增长 4.20%，增速较 2018 年基本保持稳定。二是进口量增加。2019 年全国煤炭（煤及褐煤）进口 3.00 亿吨，同比增长 6.30%；出口 603 万吨，同比增长 22.10%。煤炭价格方面，2019 下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。2020 年以来，由于新冠疫情影响，各地煤矿延迟复工，加之可能对运输造成较大影响，煤炭产地供应不足；随着港口库存的消耗，动力煤价格有所上扬。随着煤炭企业逐步复产，以及疫情得到控制，运输逐步恢复，煤炭供给逐步回升，加之政策支持，煤炭价格将逐步趋于稳定。长期看，随着优质产能释放，以及国民经济的放缓，煤炭价格或将微幅走弱。

3. 下游需求

2019 年，由于下游需求减弱，原铝消费量首次出现负增长。未来由于宏观经济下行压力仍存，传统需求可能仍将承压，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。

下游需求方面，电解铝下游需求高度分散，消费市场主要分布在建筑、交通领域、电力电子、机械设备、包装以及白色家电等行业。从国内铝消费的分项占比来看，建筑业是铝材最主要的消费领域，消费量约占 32.4%左右，需求主要集中在房地产，其次为交通运输、电子电力等工业领域，消费量分别占 16.2%和 13.5%。2019 年我国原铝消费量 3,611 万吨，同比下降 1.3%，首次出现负增长。出口方面，由于电解铝自身进口关税问题，我国每年约 10%的电解铝消费是以铝型材形式出口国外，整体占比相对较小。具体来看：

2019 年我国房地产开发累计投资 132,194.26 亿元，投资增速为 9.90%，较上年提高了 0.40 个百分点。2020 年以来，由于新冠疫情影响，房地产开发投资完成额呈断崖式下跌，短期内或将导致铝材等需求下滑，但长期来看，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。

2019 年我国汽车产量 2,552.80 万辆，同比下降 8.00%，汽车消费增速明显放缓。2020 年以来由于新冠疫情导致汽车产量呈断崖式下跌，但长期来看一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；另一方面，为维持经营平稳运行，国家或将出台一些鼓励汽车消费的措施，促进企业消费回暖，或将带动铝材需求的增长。

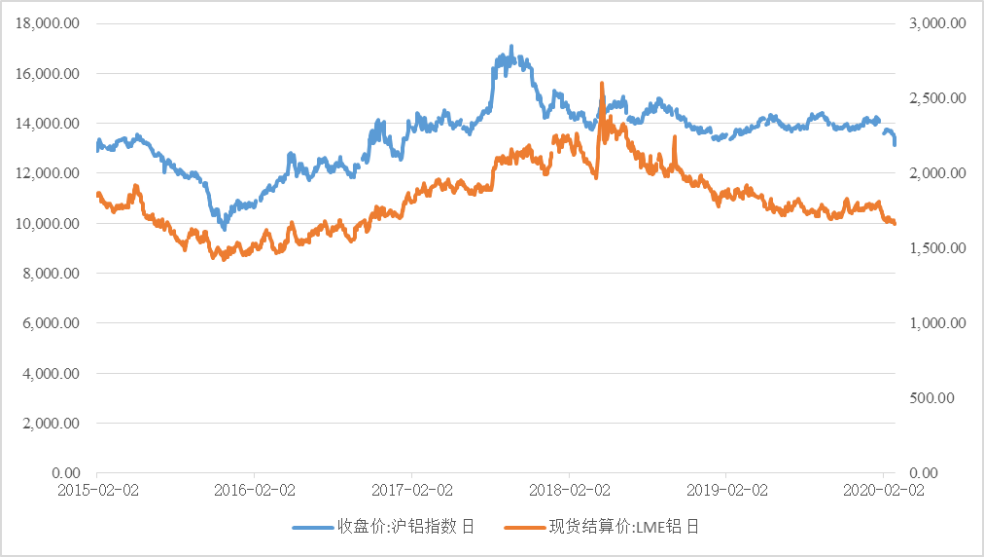
除传统行业外，目前高端装备制造业、航空航天等新兴领域产业对铝合金制品的需求正逐渐提升，在传统行业需求放缓的情况下，新兴行业将会在一定程度上拉动对铝制品的终端需求，转型升级以应对下游市场的变化将有效的推动国内铝工业企业技术调整，加快技术转型和对低端加工业的淘汰。

4. 产品价格

2019 年国内外铝价走势分化，国内价格重心上移，国外价格重心下移，整体呈现内强外弱，波动收窄的格局。2020 年以来由于新冠疫情影响，铝价大幅下跌，接近行业成本线。

2019 年，国内外铝价走势分化，国外方面，2019 年全球经济增长放缓，下行压力明显，中美贸易摩擦不断，社会总需求走弱，工业原料商品价格整体下行，外加地缘政治等不确定因素影响，市场投资风险偏好下降，导致国外铝格承压，重心下移。国内方面，2019 年因国内电解铝产能下降以及三季度事故减产影响，从而导致国内铝产品库存减少，整体价格窄幅震荡，价格重心略有上移。2020 年以来受新冠疫情导致下游需求减弱影响，铝价持续下降，截至 2020 年 2 月底，LME 现货价格为 1,663 美元/吨，接近行业成本线。

图 3　2015 年以来沪铝指数和现货 LME 结算价变动情况（单位：点、美元/吨）



资料来源：Wind

四、管理分析

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

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司收入规模有所增长，综合毛利率稳步提升，随着新的生产项目投入运营，公司整体盈利水平有所增长。

2019 年，公司实现营业收入 141.48 亿元，同比增长 6.20%，主要系公司产能规模进一步扩张，铝加工板块收入增长所致；得益于公司本年度其他收益和资产处置收益增长明显，公司实现营业利润 12.14 亿元，同比增长 87.18%；净利润规模 9.84 亿元，同比增长 86.33%。

表 1　公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

主营业务		2017 年			2018 年			2019 年		
		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	89.15	86.38	7.62	103.79	84.29	8.10	114.66	83.49	9.95
	铝箔	13.60	13.18	15.71	17.67	14.35	14.05	18.66	13.59	16.69
小计		**102.75**	**99.56**	**8.69**	**121.46**	**98.64**	**9.08**	**133.32**	**97.08**	**10.88**
轨道交通板块		0.30	0.29	7.41	1.20	0.97	22.25	1.79	1.30	31.37
电气收入		0.15	0.15	10.62	0.47	0.38	5.41	1.34	0.98	47.56
其他		--	--	--	--	--	--	**0.88**	**0.64**	**12.16**
合计		**103.21**	**100.00**	**8.70**	**123.13**	**100.00**	**9.09**	**137.33**	**100.00**	**11.52**

资料来源：公司提供

收入构成方面，2019 年，铝加工板块收入同比增长 9.76%至 133.32 亿元，主要系公司年产 12.50 万吨车用铝合金板项目的主要设备投入运营，产销规模增加所致；其中铝板带实现收入 114.66 亿元，

同比增长 16.47%，铝箔实现收入 18.66 亿元，同比增长 5.60%；公司铝加工板块收入占营业收入的比重为 97.08%，较上年下降 1.56 个百分点，主营业务仍很突出。2019 年，公司轨道交通板块实现收入 1.79 亿元，同比增长 49.17%，主要系公司“年产 2 万吨交通用铝型材项目”运行稳定，铝合金轨道车体大批量交货所致。电气板块实现收入 1.34 亿元，同比增长 185.11%，主要系对外供气增加所致，占比不大。

毛利率方面，2019 年，公司铝加工板块毛利率较上年提高 1.80 个百分点至 10.88%，毛利率提升明显，主要系铝加工板块产能逐步释放、摊薄单位成本所致。轨道交通板块毛利率较上年上升 9.12 个百分点至 31.37%，主要系公司产能逐步释放，降低了生产过程中平均固定成本所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 30.36 亿元，同比下降 10.81%，主要系受新冠疫情影响物流不畅，导致公司铝板带箔销量下降所致；实现营业利润 1.59 亿元，同比下降 17.45%，实现净利润 1.26 亿元，同比下降 15.16%。

2．铝加工板块

（1）生产制造

2019年公司设备自动化率有所提升，产能规模小幅增长，且产能利用率保持较高水平。随着汽车用铝板带及交通用铝型材的逐步投产，公司整体产能规模有望进一步提升。

2019年，公司产品主要包括铝板带箔和铝型材等。

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

在生产周期方面，由于铝加工企业的产品生产过程需要一定的周期，需承担生产周期内铝价的变动，因此为降低铝价波动风险，公司采取短周期、高流转加工模式，公司铝板带和铝箔平均加工周期[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2019年底，公司已具备13万吨铸轧、100万吨热轧、96万吨冷轧的深加工能力。

2019年，公司部分新设备投产，此外，公司对设备进行电气自动化改造，提升设备生产效率及产能规模，公司铝板带箔产能同比增长8.86%至86万吨；产量同比增长12.71%至86万吨，同时公司铝板带箔产能利用率保持较高水平，为100.00%，较上年提升3.42个百分点。

表 2　公司铝加工产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	2017 年			2018 年			2019 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	65.00	63.46	97.63	79.00	76.30	96.58	86.00	86.00	100.00

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]）、人工费和制造费用（折旧、电力、燃气和物料消耗及其他）构成。其中，直接材料中铝锭占比较大。

2019 年，直接材料中的铝锭成本占比基本保持稳定，为 82.89%，较上年下降 2.03 个百分点，

1 从半成品坯料到成品的平均加工周期
2 铝型材用于轨道交通板块

变化不大。合金成本占比下降到 1.75%；公司铝型材成本占比增长到 1.35%。2019 年，人工成本占比增长到 1.98%。公司折旧成本占比增长到 2.05%；主要系新设备投产使得单位折旧增长所致。公司电力成本占比提升到 2.10%，主要系公司外购电占比增加，导致成本提升所致。公司燃气成本占比增长到 0.71%，占比不大。物料消耗及其他成本占比增长到 7.17%。整体来看，公司成本构成较上年变化不大。

表 3　公司生产成本构成情况（单位：%）

成本类型		2017 年	2018 年	2019 年
直接材料	铝锭	83.81	84.92	82.89
	合金	3.09	2.18	1.75
	铝型材	0.17	0.57	1.35
	小计	**87.06**	**87.67**	**85.99**
人工费		**2.15**	**1.80**	**1.98**
制造费用	折旧	2.00	1.73	2.05
	电力	1.16	1.66	2.10
	燃气	0.49	0.70	0.71
	物料消耗及其他	7.14	6.44	7.17
	小计	**10.79**	**10.53**	**12.03**

注：数据合计不等于100%主要系小数点后两位四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）原材料采购

2019年，随着公司产能规模的增长，公司铝锭采购量稳步增长，采购价格有所下降；公司与主要供应商合作关系较好，单一供应商变动对公司原材料供应稳定性的影响较小。

2019年，公司主要原材料为铝锭。

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

2019年，随着公司产量的增长，公司铝锭采购量由去年的83.99万吨增长到91.67万吨，同比增长9.14%。公司铝锭采购均价由14,085.85元/吨下降至11,973.00元/吨，采购价格与铝价变动趋势一致。

表4　公司主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年
铝锭	采购量	64.85	83.99	91.67
	采购价格	14,545.28	14,085.85	11,973.00

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，2019 年，采购集中度大幅降低，前五大供应商采购金额为 48.14 亿元，集中度为 31.96%，较上年下降 25.25 个百分点，前五大供应商采购集中度不高，且由于公司地处铝锭产能集中区，部分主要供应商变动对公司产生原料供应风险的可能性较低。

表 5　公司原材料前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	采购客户	采购金额	采购额占比	采购原材料类型	是否为关联方
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**	--	--
2018 年	供应商一	174,755.85	18.83	铝锭、板锭	否
	供应商二	125,375.34	13.51	铝锭	否
	供应商三	82,588.45	8.90	铝锭	否
	供应商四	81,570.59	8.79	废料	否
	供应商五	66,610.24	7.18	铝锭	否
	合计	**530,900.48**	**57.21**	--	--
2019 年	供应商一	113,018.36	7.50	板锭	否
	供应商二	111,208.56	7.38	铝锭	否
	供应商三	91,314.32	6.06	铝锭	否
	供应商四	90,323.33	6.00	铝锭	否
	供应商五	75,535.36	5.01	铝锭	否
	合计	**481,399.93**	**31.96**	--	--

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。

（3）产品销售

2019年，公司铝材仍以订单模式生产，产销率高，客户主要为跨国公司和贸易公司，合作关系稳定，销售集中度仍较低；受公司新设备投产后产能增加的影响，公司产品销量有所增长。

2019 年，公司主要产品为铝板带和铝箔，包括印刷铝版基、合金板、复合铝板带箔、电子箔、包装箔、其他板带箔材等，公司产品广泛用于印刷制版、电子家电、电力设施、建筑装饰、交通运输、食品和医药包装、汽车制造等领域。

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

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

在销售区域方面，2019 年，公司产品销售以国内为主，占比 73.92%，较 2018 年提升 3.21 个百分点，主要集中在中原地区、长江三角洲和珠江三角洲。国外销售占比 26.08%，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。但考虑到二季度国外疫情的控制情况仍不理想，公司的国外订单或将受到一定影响。

2019 年，公司主要产品铝板带箔的销量由上年的 75.78 万吨增长到 85.60 万吨，同比增长 12.96%，价格同比下降 4.14%至 15,575.00 元/吨。公司各类产品产销率维持在较高水平，与公司订单式生产模式相符。

表 6 公司主要产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	2017 年			2018 年			2019 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	63.46	100.33	16,139.10	75.78	99.32	16,247.84	85.60	99.15	15,575.00

资料来源：公司提供

在销售结算方式方面，2019 年公司国内销售的结算方式主要以现汇（电汇、汇票）为主、银行承兑汇票为辅，出口结算方式主要以现汇为主。账期方面，公司对 25%的客户采取款到发货的结算模式，75%客户执行货到后 1 个月内付款的方式结算。其中，执行货到后 1 个月内付款的方式结算的客户主要为合作三年以上的固定客户，或者客户为所在行业的国有企业、上市企业、大型企业等。

公司下游客户中跨国公司和贸易公司占比较大，合作关系较为稳定。2019年，公司前五大客户的销售额合计16,270.42万元，占比为8.22%，集中度较上年进一步降低。

表 7 公司销售前五大客户情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	销售金额	销售额占比	销售产品类型	是否关联方
2017 年	客户一	134,521.86	12.98	铝板带箔	否
	客户二	31,612.72	3.05	铝板带箔	否
	客户三	31,473.20	3.04	铝板带箔	否
	客户四	27,092.84	2.61	铝板带箔	否
	客户五	16,126.10	1.56	铝板带箔	否
	合计	**240,826.73**	**23.24**	--	--
2018 年	客户一	48,930.27	3.67	铝板带箔	否
	客户二	36,153.48	2.71	铝板带箔	否
	客户三	23,826.87	1.79	铝板带箔	否
	客户四	20,528.77	1.54	铝板带箔	否
	客户五	17,625.20	1.32	铝板带箔	否
	合计	**147,064.58**	**11.03**	--	--
2019 年	客户一	33,334.59	2.36	铝板带箔	否
	客户二	29,515.96	2.09	铝板带箔	否
	客户三	20,299.55	1.43	车体	否
	客户四	16,591.26	1.17	铝板带箔	否
	客户五	16,529.05	1.17	铝板带箔	否
	合计	**116,270.42**	**8.22**	--	--

资料来源：公司提供

3、轨道交通板块

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

2019 年，公司轨道交通板块实现收入 1.79 亿元，同比增长 49.17%。公司通过与中国中车股份有限公司合作，进入到轨道交通用铝型材领域，目前已经完成了焊接生产线的投资，公司“年产两万吨交通用铝型材项目”焊合生产线已形成轨道车体加工能力，2019 年，公司轨道交通板块的在手订单金额约为 1.78 亿元。

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。

4. 在建工程

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

截至2020年3月底，公司主要在建项目规划总投资为50.12亿元，已经累计投入19.60亿元，占预计总投资额的39.11%，未来计划投资30.52亿元，其中，“明泰转债”已募集资金18.39亿元，剩余计划投资金额拟通过自有资金和银行借款筹集。

在建项目情况方面，公司 12.5 万吨汽车用铝板带项目以及年产 2 万吨交通用铝型材项目，总投资额为 20.81 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焊合生产线和三条铝型材生产线，车体焊合生产线运行稳定，德国西马克挤压生产线 60MN、82MN 及 125MN 挤压机已安装完成投入生产；汽车用铝板带项目建设内容为 2800mmCVC 六辊冷轧机及立体化智能管理仓库，目前已安装完成投入运营。项目建成后，可直接形成轿车车身外板用铝合金带材 8 万吨/年和轿车车身内板用铝合金冷轧卷 4.50 万吨。

表 8　截至 2020 年 3 月底公司在建工程情况（单位：亿元）

类别	名称	开工时间	预算总额	已投资金额	2020 年 4—12 月计划投资总额	2021 年计划投资总额
在建	12.5 万吨车用铝合金板项目	2016 年 9 月	13.58	7.71	0.32	5.55
	电子材料产业园项目	2017 年 1 月	6.49	2.18	2.50	1.81
	年产 2 万吨交通用铝型材项目	2015 年 10 月	7.23	7.52	0.00	0.00
	7.2 万吨铝箔项目	2019 年 6 月	1.27	0.27	0.80	0.20
	40 万吨生产线	2019 年 5 月	0.66	0.75	0.00	0.00
	光阳铝业股份有限公司建设项目	2019 年 12 月	2.50	0.12	2.20	0.18
	铝板带生产线升级改造项目	2019 年 5 月	18.39	1.05	3.00	5.00
合计			**50.12**	**19.60**	**8.82**	**12.74**

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2019 年，公司运营效率指标有所提高，整体运营效率处于行业中游水平。

2019 年，公司的应收账款周转率由上年的 21.33 次下降至 19.46 次，变化不大；公司存货周转次数由上年的 9.41 次下降至 7.45 次，主要系公司存货规模大幅增长所致；公司总资产周转次数由上年的 1.48 次下降至 1.34 次，主要系公司本年度资产快速增长所致。

与同行业上市公司相比，2019 年公司主要经营效率指标处行业中游水平。

表 9　2019 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	3.26	10.48	0.40
宁波富邦	9.48	23.91	1.09
万邦德	25.08	44.81	4.74
宏创控股	7.22	13.79	1.48
明泰铝业	**7.45**	**19.46**	**1.34**

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

6. 经营关注

汇率波动及贸易摩擦的风险

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

业务相对单一，受宏观经济波动及市场竞争影响大

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、盈利稳定性受宏观经济、铝价波动和市场竞争影响较大，公司抗风险能力有待提升。

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。

公司开拓客户难度加大

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

7. 未来发展

公司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。

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完善公司产业链，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 2 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”。公司已获得“武器装备质量管理体系认证证书”及“武器装备科研生产单位三级保密资格证书”，未来会积极拓展军工、航空航天领域市场，向高端装备制造企业转型。

同时，公司正积极推动全球化品牌战略。2020 年，公司将大力推动韩国子公司光阳铝业股份有限公司项目建设，充分利用韩国光阳湾圈经济自由区关税免征等优惠政策，提高产品国际市场竞争力，更好地服务现有国外客户的同时进一步拓展海外市场。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2020 年一季报未经审计。公司按照财政部颁布的最新企业会计准则编制财务报表。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 11 家，较年初增加合并单位 2 家；截至 2020 年 3 月底，公司合并范围无变化。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，合并范围变化不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 117.68 亿元，负债合计 45.02 亿元，所有者权益 72.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 70.42 亿元。2019 年，公司实现营业收入 141.48 亿元，净利润 9.84 亿

元，其中，归属于母公司所有者的净利润 9.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.61 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 114.28 亿元，负债合计 40.33 亿元，所有者权益 73.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 71.67 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 30.36 亿元，净利润 1.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.43 亿元。

2．资产质量

2019 年，公司资产总额稳步增长，以流动资产为主。流动资产中，货币资金使用受限比重较高，应收账款、预付款项和存货规模较大，对公司资金形成一定占用；公司固定资产成新率不高，公司现阶段在进行生产线改造和新增产能的投建，未来资产质量有望提升。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 117.68 亿元，较年初增长 26.05%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 66.49%，非流动资产占 33.51%。公司资产以流动资产为主，流动资产较年初占比上升较快。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 78.24 亿元，较年初增长 39.24%，主要系货币资金、应收账款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 30.68%）、交易性金融资产（占 10.48%）、应收账款（占 10.48%）、应收款项融资（占 11.80%）、预付款项（占 7.17%）和存货（占 25.93%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 24.01 亿元，较年初增长 93.63%，主要系本期发行可转换公司债所致；货币资金中有 17.14 亿元受限资金，受限比例为 71.39%，主要为存出投资款和各类保证金受限。公司货币资金受限比例较高。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产 8.20 亿元，较年初增长 56 倍，主要系公司本年度购买了 8.20 亿元银行理财产品所致。

截至 2019 年底，应收票据 0.66 亿元，较年初下降 91.90%，主要系 2019 年执行新金融工具准则，将部分应收票据重分类至应收款项融资所致。

截至 2019 年底，应收账款 8.20 亿元，较年初增长 29.43%，主要系公司业务规模扩大，且对下游客户账期有所延长所致。应收账款账龄以 1 年以内的为主，占比 97.09%，账龄较短，累计计提坏账 0.38 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 1.71 亿元，占比为 19.96%，集中度不高。

截至 2019 年底，公司应收款项融资为 9.23 亿元，主要为银行承兑汇票，期末已受限质押 1.87 亿元，受限比例不高。

截至 2019 年底，预付款项 5.61 亿元，较年初减少 38.41%，主要系原材料价格下降，公司预付铝锭款减少所致。公司预付款项账龄在 1 年以内的占 55.16%，1－2 年的占 44.62%，主要以 2 年以内的为主；前五名余额合计 4.98 亿元，占当年底预付款项总额的 83.30%，集中度较高。

截至 2019 年底，存货账面价值 20.29 亿元，较年初增长 53.77%，主要系随着产能规模增长，公司原材料和在产品增长所致；其中原材料占 15.35%，在产品占 39.07%，库存商品占 24.46%，发出商品占 20.18%；计提跌价准备 0.03 亿元。考虑到铝价波动较大，公司存货存在一定跌价的风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 39.44 亿元，较年初增长 6.11%，公司非流动资产主要由固定资产（占 68.94%）、在建工程（占 13.95%）和其他非流动资产（占 8.23%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 27.19 亿元，较年初增长 19.38%，主要系 12.5 万吨车用铝合金板项目、年产 2 万吨交通用铝型材项目和电子材料产业园项目部分设备转固所致；固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 21.25 亿元；固定资产成新率 56.13%，成新率较低。在建工程 5.50 亿元，较年初下降 29.19%，主要系部分在建工程转固所致；在建工程主要为 2 万吨交通用铝型材项目（占 53.19%）和电子材料产业园项目（占 19.85%）；其他非流动资产 3.25 亿元，较年初增长 141.50%，主要系本期新增对明泰瑞展（珠海）并购股权投资基金（有限合伙）的预付投资款所致。

截至 2019 年底，公司全部受限资产合计 19.34 亿元，占公司同期资产总额的 16.43%，占比不高。公司受限资产主要为作为保证金的货币资金。

表 10　截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	17.14	14.56	保证金
应收票据	0.33	0.28	应收票据质押取得应付票据
应收款项融资	1.87	1.59	应收票据质押取得应付票据
合计	**19.34**	**16.43**	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 114.28 亿元，较年初下降 2.89%，较年初变化不大。其中，流动资产占 65.77%，非流动资产占 34.23%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3．负债和所有者权益

（1）负债

2019 年，公司债务结构有所优化，短期债务占比有所下降，公司整体债务负担仍属可控，但仍面临一定的集中偿债压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 45.02 亿元，较年初增长 38.83%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 61.07%，非流动负债占 38.93%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至 2019 年底，公司流动负债 27.49 亿元，较年初下降 4.34%，主要系应付票据和应付账款下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占 11.28%）、应付票据及应付账款（占 62.66%）、应交税费（占 8.08%）和其他应付款（占 12.33%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 3.10 亿元，较年初下降 32.00%，主要系公司信用借款减少所致；短期借款主要是信用借款。应付票据及应付账款 17.23 亿元，较年初下降 16.16%，主要系应付票款下降所致；其中应付票据 12.11 亿元，主要为银行承兑汇票，较年初下降 24.28%，主要系银行承兑汇票下降所致；应付账款 5.12 亿元，主要为应付货款和应付工程设备款，较年初增长 12.28%，主要系应付货款增长所致。公司应交税费 2.22 亿元，较年初增长 336.93%，主要系本期利润总额大幅增长，导致应交企业所得税增长所致。其他应付款 3.39 亿元，较年初增长 194.72%，主要系本期公司实行股权激励，导致限制性股票回购增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 17.53 亿元，较年初增长 375.34%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由应付债券（占 91.01%）和递延收益（占 6.36%）构成。

截至 2019 年底，公司无长期借款。2019 年，公司新增应付债券 15.95 亿元，为“明泰转债”。递延收益 1.11 亿元，较年初增长 158.05%，主要系本期收到的与资产相关的补助增加所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 31.16 亿元，较年初增长 26.54%，主要系本期发行“明泰转债”所致。其中，短期债务占比下降 39.01 个百分点至 48.81%，长期债务占 51.19%，短期债务占比有所下降，但债务期限结构仍有待优化。短期债务 15.21 亿元，较年初下降 29.67%，主要系短期借款和应付票据减少所致。长期债务 15.95 亿元，较年初增长 431.67%，主要系发行可转债所致。截至 2019 年底，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 38.26%、30.01%和 18.00%，较年初分别提高 3.52 个百分点、1.23 个百分点和 13.31 个百分点。

表 11　截至 2019 年底公司有息债务剩余期限分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后到期	小计
短期借款	3.10	--	--	--	3.10
应付票据	12.11	--	--	--	12.11
应付债券（若行权时全部回售）	--	--	--	--	--
应付债券（若行权时全部不回售）	14.24	0.80	0.75	0.16	15.95
合计（若行权时全部回售）	**29.45**	**0.80**	**0.75**	**0.16**	**31.16**
合计（若行权时全部不回售）	**15.21**	**0.80**	**0.75**	**14.40**	**31.16**

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 40.33 亿元，较年初下降 10.42%，主要系流动负债下降所致。其中，流动负债占 56.05%，非流动负债占 43.95%，以流动负债为主。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 26.81 亿元，较年初下降 13.94%，主要系短期借款和应付票据下降所致。

（2）所有者权益

公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，所有者权益结构稳定较强。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 72.66 亿元，较年初增长 19.25%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.92%，少数股东权益占比为 3.08%。归属于母公司所有者权益 70.42 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 8.75%、50.86%、2.86%和 36.54%。所有者权益结构稳定性较强。公司新增的其他权益工具主要为新增的明泰转债的权益部分。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 73.95 亿元，较年初增长 1.78%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.91%，少数股东权益占比为 3.09%。

4．盈利能力

2019 年，受公司铝板带和铝箔产销量增加以及先进设备投产的影响，公司营业收入和盈利能力明显提升。

2019 年，公司实现营业收入 141.48 亿元，较上年增长 6.20%，主要系公司经营规模扩大，产品销售增长所致。营业成本为 124.72 亿元，较上年增长 2.67%。营业收入增幅大于营业成本增幅。实现营业利润 12.14 亿元，较上年增长 87.18%，主要系公司本年度收到政府补助增加和处置固定资产收益增加所致。营业利润率为 11.41%，较上年提高 2.87 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 8.28 亿元，较上年增长 38.33%，主要系销售费用和研发费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 33.67%、20.89%、41.92%和 3.52%，以销售费用、管理费用和研发费用为主。其中，销售费用为 2.79

亿元，较上年增长 12.08%，主要系公司产品销售增长所致；管理费用为 1.73 亿元，较上年增长 17.10%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为 3.47 亿元，较上年增长 146.68%，主要系本期研发项目及研发投入增加所致；财务费用为 0.29 亿元，较上年下降 52.54%，主要系本期利息收入和汇兑收益增长所致。2019 年，公司费用收入比为 5.85%，较上年提高 1.36 个百分点，公司费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2019 年，公司实现投资收益 0.37 亿元，较上年增长 1.87%，较上年变化不大；投资收益占营业利润比重为 3.04%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 1.91 亿元，较上年增长 269.83%，主要系本期收到的政府补助增加所致；实现资产处置收益 2.56 亿元，同比大幅增长，主要系本年度公司处置公司在郑州的办公楼所致。其他收益占营业利润比重为 15.76%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现营业外收入 0.01 亿元，较上年下降 89.26%，主要系本期收到的违约金和赔偿收入下降所致。2019 年，公司实现利润总额 12.12 亿元，较上年增长 85.24%，营业外收入占利润总额比重为 0.06%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 11.41%，较上年提高 2.87 个百分点；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.97%、12.19%和 14.73%，较上年分别提高 4.08 个百分点、4.44 个百分点和 5.63 个百分点。公司各盈利指标处于行业中上游水平。

表 12　2019 年同类上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
南山铝业	4.19	4.26	21.51
宁波富邦	67.06	27.07	2.52
万邦德	11.14	9.64	4.56
宏创控股	22.86	18.63	17.55
明泰铝业	**14.04**	**11.84**	**11.84**

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

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 30.36 亿元，较上年同期下降 10.81%，主要系受新冠疫情影响，公司销售下降所致；营业利润率为 9.21%，较上年同期下降 1.30 个百分点，较上年同期变化不大。实现净利润 1.26 亿元，较上年同期下降 15.16%，其中，归属于母公司所有者净利润为 1.21 亿元，较上年同期下降 15.16%。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金转为净流出，由于下游占款严重，公司获现能力较弱；公司加大投资力度，投资活动净现金流由正转负，未来或将有较大的筹资需求。

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入为 87.93 亿元，同比增长 8.30%，主要系公司铝制品销量增加所致；公司经营活动现金流出为 89.54 亿元，同比增长 10.70%，主要系公司支付各项税费增加所致。2019 年，公司经营活动现金净流出 1.61 亿元，由上年净流入转为净流出。2019 年，公司现金收入比为 57.60%，较上年提高 0.11 个百分点，收入实现质量较差。公司使用票据规模较大，若考虑年内背书或贴现的应收票据，公司现金收入比仍处于一般水平，主要系公司作为铝材加工企业，在铝产业链上整体议价能力较弱，被下游客户占款较多所致。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动主要表现为购买理财产品和赎回理财产品所带来的现金流出和流入，其中，投资活动现金流入 81.43 亿元，较上年增长 51.70%，主要系收回投资所致；

其中 2019 年公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 4.51 亿元，主要系处置位于郑州市区的办公楼所致。投资活动现金流出 98.39 亿元，较上年增长 90.25%，主要系投资支付的现金增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 16.96 亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 29.14 亿元，较上年增长 137.34%，主要系公司发行“明泰转债”所致；筹资活动现金流出 9.02 亿元，较上年下降 40.56%，主要系偿还债务支付的现金下降所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 20.11 亿元，由上年净流出转为净流入。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生现金净流入 2.99 亿元，投资活动产生现金净流出 0.07 亿元，筹资活动产生现金净流出-1.52 亿元。

6．母公司财务分析

母公司承担部分经营职能，资产以流动资产为主，整体资产流动性较好。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 93.43 亿元，较年初增长 20.08%。母公司资产中流动资产占 66.62%。非流动资产占 33.38%，以流动资产为主，资产流动性较好。流动资产主要为货币资金（占 31.36%）、交易性金融资产（占 12.13%）、应收账款（占 10.68%）、应收款项融资（占 9.25%）、预付款项（占 16.31%）和存货（占比 18.96%）。非流动资产主要为长期股权投资（占 42.75%）和固定资产（占 47.47%）。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 36.45 亿元，较年初增长 42.92%。母公司负债中流动负债占 55.12%，非流动负债占 44.88%，以流动负债为主。流动负债主要为短期借款（占 14.93%）、应付票据（占 50.67%）、应付账款（占 13.31%）和其他应付款（占 14.35%）。非流动负债主要为应付债券（占 97.52%）。母公司资产负债率为 38.26%。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益 56.99 亿元，较年初增长 8.94%。所有者权益主要为实收资本（占 10.81%）、资本公积（占 62.32%）和未分配利润（占 22.11%）。

损益方面，2019 年，母公司实现营业收入 142.57 亿元，同比增长 43.04%；实现净利润 2.76 亿元，同比增长 9.69%。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流入净额-1.63 亿元，投资活动现金流入净额-17.78 亿元，筹资活动现金流入净额 20.10 亿元。

7．偿债能力

2019 年，公司短期偿债能力和长期偿债能力均较强；公司为上交所上市公司，具备直接融资渠道，考虑公司新建设备的投产和后续产能的逐步释放，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，由于公司流动负债规模减少和流动资产规模的增加，公司流动比率由年初的 1.96 倍提升至 2.85 倍；公司速动比率由年初的 1.50 倍增至 2.11 倍。公司现金短期债务比由年初的 0.96 倍升至 2.77 倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 15.95 亿元，较上年增长 65.31%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 18.95%）和利润总额（占 75.96%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 23.12 倍下降至 21.56 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.39 倍提高至 0.51 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司在各银行申请的授信总额为 37 亿元，其中已使用授信额度 8.67 亿元。

公司为上交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：91410181170508042W），截至 2020 年 5 月 7 日，未还清债务中无不良或关注类笔数，已还清债务中有 5 笔欠息记录，涉及金额 64.46 万元，主要系与银行沟通不畅，目前均已结清。

七、公司债券偿债能力分析

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

从资产情况来看，截至 2020 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、应收账款融资）达 42.10 亿元，约为“明泰转债”剩余本金（18.39 亿元）的 1.79 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 72.66 亿元，约为“明泰转债”剩余本金（18.39 亿元）的 3.95 倍，公司的净资产能够对“明泰转债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 15.95 亿元，约为债券剩余本金（18.39 亿元）的 0.87 倍，公司 EBITDA 对“明泰转债”的覆盖程度很高。从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 87.93 亿元，约为债券剩余本金（18.39 亿元）的 4.78 倍，公司经营活动现金流入量对“明泰转债”的覆盖程度较高。

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。

八、综合评价

2019 年，公司作为铝深加工企业，产能利用率及产销率保持在较高水平，随着产能的增长，其收入规模持续增长、盈利水平提升。公司在产销规模、产品种类等方面仍保持一定竞争优势。同时，联合评级也关注到铝加工行业竞争激烈、国内环保监管趋严、公司盈利状况受铝锭价格波动影响较大、经营获现能力较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

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

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

附件 1　河南明泰铝业股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	86.42	93.36	117.68	114.28
所有者权益（亿元）	55.19	60.93	72.66	73.95
短期债务（亿元）	24.43	21.62	15.21	10.63
长期债务（亿元）	0.00	3.00	15.95	16.18
全部债务（亿元）	24.43	24.62	31.16	26.81
营业收入（亿元）	103.63	133.22	141.48	30.36
净利润（亿元）	3.68	5.28	9.84	1.26
EBITDA（亿元）	7.11	9.65	15.95	--
经营性净现金流（亿元）	-2.81	0.30	-1.61	2.99
应收账款周转次数（次）	22.27	21.33	18.55	--
存货周转次数（次）	8.51	9.40	7.42	--
总资产周转次数（次）	1.42	1.48	1.34	--
现金收入比率（%）	53.44	57.49	57.60	66.00
总资本收益率（%）	5.58	6.90	11.17	--
总资产报酬率（%）	6.60	7.74	12.19	--
净资产收益率（%）	7.68	9.09	14.73	6.85
营业利润率（%）	8.68	8.54	11.41	9.21
费用收入比（%）	3.32	3.44	5.85	6.01
资产负债率（%）	36.14	34.74	38.26	35.29
全部债务资本化比率（%）	30.69	28.78	30.01	26.61
长期债务资本化比率（%）	0.00	4.69	18.00	17.95
EBITDA 利息倍数（倍）	151.09	23.12	21.56	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.39	0.51	--
流动比率（倍）	1.66	1.96	2.85	3.33
速动比率（倍）	1.25	1.50	2.11	2.46
现金短期债务比（倍）	0.72	0.96	2.77	3.15
经营现金流动负债比率（%）	-9.05	1.05	-5.85	13.23
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.39	0.52	0.87	--

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. 2017－2018 年其他应付款已计入短期债务。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；6. 公司应收款项类融资已计入现金类资产

附件 2　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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 3　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。