

信用等级公告

联合〔2020〕1893号

联合资信评估有限公司通过对山东宏桥新型材料有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东宏桥新型材料有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“18鲁宏桥MTN003”“18鲁宏桥MTN005”“18鲁宏桥MTN006”“18鲁宏桥MTN007”“18鲁宏桥MTN008”和“19鲁宏桥MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十九日



山东宏桥新型材料有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
山东宏桥新型材料有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 鲁宏桥 MTN003	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 鲁宏桥 MTN005	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 鲁宏桥 MTN006	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 鲁宏桥 MTN007	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 鲁宏桥 MTN008	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 鲁宏桥 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 鲁宏桥 MTN003	13.00	13.00	2021/4/23
18 鲁宏桥 MTN005	10.00	10.00	2021/4/27
18 鲁宏桥 MTN006	10.00	10.00	2021/5/25
18 鲁宏桥 MTN007	10.00	10.00	2021/8/16
18 鲁宏桥 MTN008	5.00	5.00	2021/8/27
19 鲁宏桥 MTN001	6.00	6.00	2022/7/12

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司有色金属企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国主要的铝生产企业之一，在生产规模、成本控制、产业链布局及产业集群效应等方面具备较强的行业竞争优势。公司收入规模较大，盈利水平高，经营活动现金流状况良好。同时联合资信也关注到近年来铝价波动较大、铝土矿进口依赖度高、大客户依赖度较高、债务存在集中偿付风险，以及关停部分产能导致公司计提了大额减值准备等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对公司存续债券的保障程度较高，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对测算额度的保障程度较低。

跟踪期内，公司经营较为稳定。未来，公司仍将保持产业链一体化优势，同时公司计划将部分电解铝产能置换至云南，云南较低的水电成本优势有望降低生产成本，公司盈利能力有望进一步提高。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“18 鲁宏桥 MTN003”“18 鲁宏桥 MTN005”“18 鲁宏桥 MTN006”“18 鲁宏桥 MTN007”“18 鲁宏桥 MTN008”和“19 鲁宏桥 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 产业链一体化优势突出。公司是中国主要的铝生产企业之一，具有较强的规模优势，并通过“上下游一体化”的发展，形成了“铝矾土—氧化铝—铝合金—铝深加工”的一体化产业链。
2. 生产成本优势显著。公司自备电厂机组容量大，有利于降低经营成本，有效地提高了公司盈利能力及抗风险能力。
3. 产业集群优势明显。公司地处山东滨州地

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果	AA ⁺
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	4
		自身 竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：王宇飞 张 峰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

区，该地区拥有完整的铝产品产业链，产业集群效应明显，为公司采购、销售提供了便利条件。

- 跟踪期内，公司经营业绩及现金流表现较好。公司产能利用率和产销率持续维持在较高水平，有利于公司持续稳定发展。公司盈利水平高，经营活动现金流状况良好。

关注

- 铝产品价格波动风险。铝行业受经济周期波动影响较大，铝价波动对公司收入规模、盈利水平影响较大；国内自备电厂整改方案可能会对公司未来盈利产生不利影响。
- 铝土矿进口依赖度高。中国铝土矿对进口依赖程度较高，主要进口国家政府有关铝土矿的出口政策将对中国铝产品生产企业产生直接影响。
- 去产能及环保政策风险。因公司陆续关停部分电解铝生产线以及发电机组，并对已关停的固定资产计提大规模减值，对当期利润和未来经营有一定负面影响。
- 大客户依赖度较高。公司产品结构较为单一、销售集中度较高，存在一定的大客户依赖风险。
- 公司债务负担偏重，存在集中偿付风险；同时存货及应收账款规模较大，对公司资金形成占用。截至2020年3月底，公司全部债务767.19亿元，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为63.91%和55.67%。大规模的存续债券将于2021年到期，存在较大的集中偿付压力。截至2020年3月底，公司存货及应收账款分别为228.83亿元和113.80亿元，对公司资金形成一定占用。
- 电解铝产能置换事项。由于云南省具有水电成本较低的优势，若产能置换事项顺利落地，未来电解铝生产成本有望进一步降低；但该事项使得公司未来存在一定的资本支出压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	339.44	561.82	517.61	474.97
资产总额（亿元）	1520.26	1681.79	1687.85	1692.62
所有者权益（亿元）	509.67	549.69	598.31	610.91
短期债务（亿元）	242.25	237.52	305.86	474.87
长期债务（亿元）	480.72	584.70	437.08	292.32
全部债务（亿元）	722.98	822.23	742.95	767.19
营业收入（亿元）	973.76	886.11	838.16	193.65
利润总额（亿元）	60.67	56.88	68.31	13.97
EBITDA（亿元）	173.67	169.88	184.63	--
经营性净现金流（亿元）	287.48	115.89	143.24	-30.83
营业利润率（%）	16.79	16.68	20.07	16.55
净资产收益率（%）	8.06	6.61	8.25	--
资产负债率（%）	66.47	67.32	64.55	63.91
全部债务资本化比率（%）	58.65	59.93	55.39	55.67
流动比率（%）	107.34	166.23	142.73	122.05
经营现金流动负债比（%）	54.90	21.53	22.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.62	3.95	3.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.16	4.84	4.02	--

公司本部（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	504.63	598.94	628.72	663.57
所有者权益（亿元）	148.40	151.47	156.49	156.50
全部债务（亿元）	323.18	361.30	294.16	309.85
营业收入（亿元）	59.77	179.84	185.80	74.10
利润总额（亿元）	3.85	3.14	5.01	0.01
资产负债率（%）	70.59	74.71	75.11	76.42
全部债务资本化比率（%）	68.53	70.46	65.28	66.44
流动比率（%）	189.87	198.26	156.30	129.49
经营现金流动负债比（%）	1.15	21.44	15.31	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产剔除受限货币资金；长期应付款中有息部分计入公司长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 鲁宏桥 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/6/26	唐岩、张峥	有色金属行业企业信用评级方法（2018）	阅读全文
18 鲁宏桥 MTN003	AA+	AA+	稳定	2019/6/26	唐岩、张峥	有色金属行业企业信用评级方法（2018）	阅读全文
18 鲁宏桥 MTN005							
18 鲁宏桥 MTN006							
18 鲁宏桥 MTN007							
18 鲁宏桥 MTN008							
18 鲁宏桥 MTN008	AA+	AA+	稳定	2018/8/13	唐岩、张峥	铝行业企业信用评级方法	阅读全文
18 鲁宏桥 MTN007	AA+	AA+	稳定	2018/8/7	唐岩、张峥	铝行业企业信用评级方法	阅读全文
18 鲁宏桥 MTN006	AA+	AA+	稳定	2018/5/15	唐岩、郭昊、张峥	铝行业企业信用评级方法	阅读全文
18 鲁宏桥 MTN005	AA+	AA+	稳定	2018/4/9	唐岩、郭昊、张峥	铝行业企业信用评级方法	阅读全文
18 鲁宏桥 MTN003	AA+	AA+	稳定	2018/4/17	唐岩、郭昊、张峥	铝行业企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由山东宏桥新型材料有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东宏桥新型材料有限公司 2020 年跟踪评级报告

一. 跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关于山东宏桥新型材料有限公司(以下简称“山东宏桥”或“公司”)的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二. 企业基本情况

公司前身为山东位桥染织有限公司,成立于 1994 年 7 月 27 日,初始注册资本 300 万美元。其中山东魏桥创业集团有限公司(以下简称“魏桥集团”)持有 60%股权,香港中大汇文有限公司持有 40%股权。2010 年 2 月 5 日,公司变更为现名。2010 年 3 月,公司成为宏桥投资(香港)有限公司(以下简称“宏桥投资(香港)”)的全资子公司。2011 年 3 月,中国宏桥集团有限公司(以下简称“中国宏桥”,股票代码:1378.HK)在香港联合交易所上市。中国宏桥通过中国宏桥投资有限公司和宏桥投资(香港)间接控制山东宏桥。经过多次股权转让及增资扩股,截至 2020 年 3 月底,公司注册资本为 158312 万美元,是宏桥投资(香港)的全资子公司,张氏家族¹拥有实际经营决策权,是公司实际控制人。公司股权结构图详见附件 1。

公司设有销售部、安监部、环保部、企业规划发展部、采购部、研发中心等 15 个职能部门(详见附件 1-2)。

截至 2019 年底,公司合并资产总额 1687.85 亿元,所有者权益合计 598.31 亿元(含少数股

东权益 13.76 亿元);2019 年公司实现营业收入 838.16 亿元,利润总额 68.31 亿元。

截至 2020 年 3 月底,公司合并资产总额 1692.62 亿元,所有者权益合计 610.91 亿元(含少数股东权益 14.58 亿元);2020 年 1-3 月公司实现营业收入 193.65 亿元,利润总额 13.97 亿元。

公司注册地址:山东省邹平县经济开发区会仙一路;法定代表人:张波。

三. 存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前,联合资信评定的公司公开发行的存续债券本金合计 54.00 亿元(详见表 1)。公司存续债券中已到付息期债券均已按期支付存续债券利息。

表1 公司存续债券概况(单位:亿元)

债项简称	发行规模	债券余额	起息日	到期日
18 鲁宏桥 MTN003	13.00	13.00	2018/4/23	2021/4/23
18 鲁宏桥 MTN005	10.00	10.00	2018/4/27	2021/4/27
18 鲁宏桥 MTN006	10.00	10.00	2018/5/25	2021/5/25
18 鲁宏桥 MTN007	10.00	10.00	2018/8/16	2021/8/16
18 鲁宏桥 MTN008	5.00	5.00	2018/8/27	2021/8/27
19 鲁宏桥 MTN001	6.00	6.00	2019/7/12	2022/7/12
合计	54.00	54.00	--	--

资料来源:Wind

四. 宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,国际动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增速进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,财政收支缺口扩大,就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行,全年 GDP 同比增长 6.1%(见下表),为 2008 年国际金融危机以来之最低增速;其中一季度累计同比增长 6.4%,前二季度

¹ 家族信托的委托人和保护人是士平环球控股有限公司(以下简称“环球控股”)。环球控股目前由张氏家族的代表张波先生出任环球控股董事,代表家族行使张氏家族信托的相关管理权力。家族信托的最终受益人严格限制于张士平先生家族成员内部,仅包括郑淑良女士(张士平先生夫人)、张波先生(张士平先生之子)、张红霞女士和张艳红女士(张士平先生之女),以及他们的直系血亲后代。因此,公司的实际控制人为张氏家族。

累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。

进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产者价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者

价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，

于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

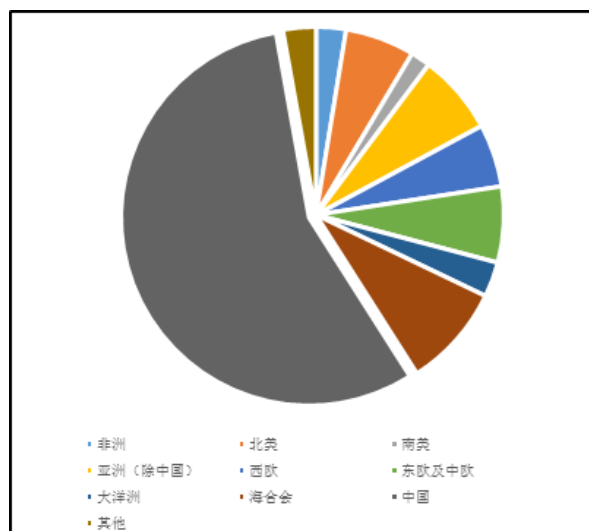
面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理

充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五. 行业分析

1. 行业概况

图1 2019年全球各地区原铝产量情况



资料来源：International Aluminium Institute，联合资信整理

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，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

业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。

由于铝具备轻量化、强度高、加工成型可塑性和超高回收率等优良特性及相关技术的发展，“以铝代木”“以铝节铜”“以铝代塑”“以铝代钢”都将拓展其应用范围并使其与国民经济的相关程度不断提高。铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝（原铝）-铝材。

2019年，全球原铝产量出现下降，中国铝产量仍领跑全球。根据International Aluminium Institute统计，2019年全球原铝产量为6369.7万吨，较2018年下降0.99%，为2009年以来的首次下降。2019年，全球原铝产量出现下降主要因为中国、西欧及南美产量下降，但同时海湾阿拉伯国家合作委员会²（以下简称“海合会”）增产幅度较大（6.10%）。2019年中国原铝产量为3579.5万吨，占比56.20%，仍为原铝第一大生产国。自2003年起，中国已经连续17年成为原铝第一大生产国，原铝产量占比在2013年已超过50%。预期中国仍将保持在原铝产量上的全球绝对领先地位。中国不仅是世界第一大原铝生产国，也是第一大精炼铝消费国。中国电解铝产销量的增长也为全球电解铝产销量的增长作出重要贡献。

2019年，中国原铝、氧化铝产量小幅下降，铝材产量有所增长，电解铝产能置换对相关省份产量影响较大。根据中国有色金属工业协会统计，2019年，中国原铝产量3504.36万吨³，同比下降0.89%；氧化铝产量7247.42万吨，同比下降1.01%；铝材产量5252.24万吨，同比增长7.47%。具体来看，受电解铝产能置换向内蒙古、广西、云南和贵州等地区转移因素影响，上述省份电解铝产量均有较大幅度增长。与此同时，山东、河南产能指标置出省产量出现较大幅度减少，但山东仍为中国电解铝产量最高的省份。未来，随着置换产能的逐步投产和充分释放，内蒙古、广西、云南和贵州等地电解铝产量占

比将进一步提高。

表3 中国主要电解铝产区产量情况（单位：万吨）

省份	2018年	2019年	变动率	2020年1-2月
山东	915.02	815.53	-10.87%	133.86
新疆	634.21	605.64	-4.51%	96.95
内蒙古	449.29	510.77	13.68%	91.06
甘肃	259.01	228.36	-11.83%	38.16
广西	169.24	218.66	29.20%	38.66
青海	238.87	216.99	-9.16%	39.45
云南	161.07	191.01	18.59%	36.12
河南	249.58	187.04	-25.06%	28.86
贵州	104.46	126.64	21.23%	22.84
宁夏	127.64	124.37	-2.56%	19.46
陕西	68.76	82.71	20.29%	15.09
山西	99.52	79.43	-20.19%	12.64
辽宁	45.31	64.93	43.30%	7.39
四川	55.02	54.31	-1.30%	10.81
重庆	48.72	49.28	1.16%	8.04
湖北	9.72	9.25	-4.82%	1.51
福建	14.06	8.33	-40.76%	1.11

注：上表以2019年产量排名顺序列示

资料来源：Wind，联合资信整理

根据国家统计局统计，2020年1-2月，中国原铝产量602.02万吨，同比增长4.32%。各省市产量排名看方面，主要产区中青海与甘肃出现排名互换，青海由2019年的第6位提高至第4位，其余主要产区产量排名变动不大。

上游原材料

电解铝的生产成本主要来自电力和氧化铝，阳极炭块等材料成本相对较小。由于国内电解铝生产厂家多建有自备电厂，且自备电厂主要燃料为煤炭（动力煤），所以电力成本与煤炭成本关系密切，尤其对铝电一体化企业的影响较大。氧化铝是以铝土矿、石灰石和碱（纯碱及烧碱）为原材料，经过溶解、煅烧等步骤制造而成，其成本与铝土矿成本关系密切。另外，电解环节所需阳极炭块是以石油焦、沥青焦为骨料，煤沥青为黏结剂制造而成。由于其在制造过程中经过焙烧且具有稳定的几何形状，故亦称预焙阳极炭块。

煤炭方面，2017-2019年动力煤价格整体较为平稳，但近期受事故、疫情、进口煤冲击等因素影响出现较大幅度波动。自2018年以

² 海合会成员包括巴林、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋

³ International Aluminium Institute 和中国有色金属工业协会统计结果存在一定差异

来,煤炭先进产能加快释放,供需紧平衡态势缓解,煤炭价格波动程度较先前多年缓和,动力煤价格中枢有所下移。2019年10—11月,受进口煤冲击等因素影响,动力煤价格出现快速下降。2019年11月底,受煤炭企业安全生产事故频发,国家煤矿安全监察局开展煤矿安全集中整治,以及11家煤炭企业联合倡议保供稳价等因素影响,动力煤价格企稳并小幅回升。2020年初,新冠肺炎疫情爆发,初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响,导致短期内煤炭供应减弱;而同时火电企业为保障电力供应,加强储煤力度,煤炭需求随之增长,导致煤炭价格于2020年初有所回升。随后,政策导向煤炭保供,煤矿复工复产效果较好,主产地煤炭产量持续增加;但下游电力需求恢复不足,水电等清洁能源替代效应冲击火电需求,叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱;煤炭供应充裕,带动煤炭价格回落。截至2019年底,全国环渤海动力煤(Q5500k)价格为551元/吨,较2018年底下降3.16%。截至2020年4月15日,全国环渤海动力煤(Q5500k)价格为530元/吨,较2019年底下降3.81%。

图2 环渤海动力煤综合平均价格指数

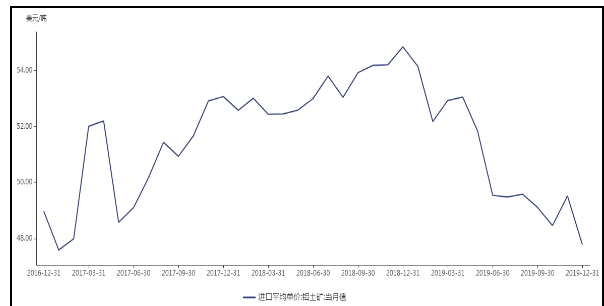


数据来源: Wind

铝土矿方面,中国自身资源缺乏,需要大量依赖进口,2019年至今进口铝土矿价格出现大幅下降。根据自然资源部发布的《中国矿产资源报告2019》,截至2018年底中国已探明储量为51.70亿吨。作为一个铝工业大国,自身资源的匮乏,导致了庞大的对外进口数量和较高的对外依存度。根据海关总署统计,2019年,中国进口铝土矿10066.39万吨,同比增长21.83%。

2020年1—2月,中国进口铝土矿1840.83万吨,同比增长9.64%。中国铝土矿主要进口国家有14个,其中几内亚、澳大利亚、马来西亚、巴西和所罗门群岛为主要的进口国,中国自上述国家进口的铝土矿合计占到全部进口数量的95%以上。根据海关总署统计,2019年12月,进口铝土矿当月平均价格为47.79美元/吨,较2018年12月下降12.86%。未来,具有资源及一体化产业链优势的企业将更具成本控制能力和抵御单一生产环节盈利水平波动所带来的经营风险的能力。

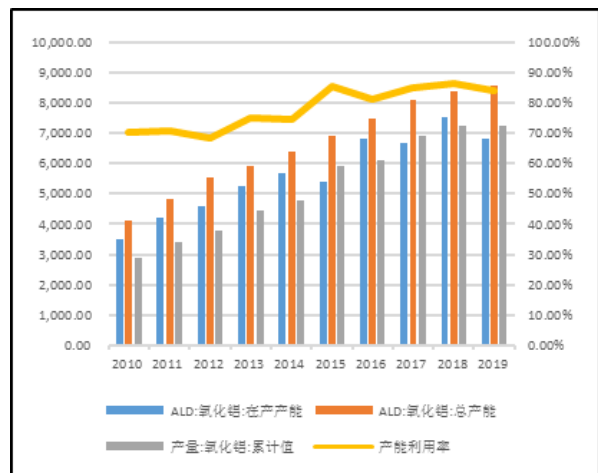
图3 近年进口铝土矿价格走势(单位:美元/吨)



资料来源: Wind

图4 近年中国氧化铝产能及产量情况

(单位:万吨/年、万吨、%)



注:产能利用率使用总产能计算

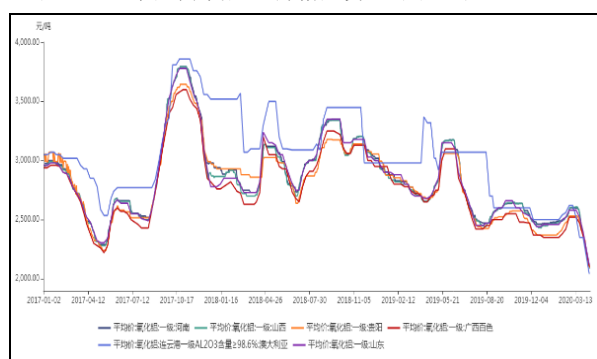
数据来源: Wind

氧化铝方面,中国氧化铝产能快速增加,已出现产能过剩。2017—2019年,中国氧化铝新增产能快速增长。截至2019年底,中国氧化铝产能为8597万吨/年,在产产能为6830万吨/

年，产能利用率84.30%，较2018年下降2.18个百分点。若根据2019年全国原铝产量和氧化铝产量简单估算，氧化铝产量过剩约为519万吨，约为氧化铝产量的7%。

价格方面，自2018年第四季度以来，氧化铝价格经历了大幅下降，仅在2019年第二季度因环保限产出现较大幅度反弹，但未能长期维持。以河南一级氧化铝平均价为例，截至2019年底和2020年4月15日分别为2470元/吨和2081元/吨，分别较上年底下降15.84%和15.75%。

图5 近年国内氧化铝价格走势（单位：元/吨）



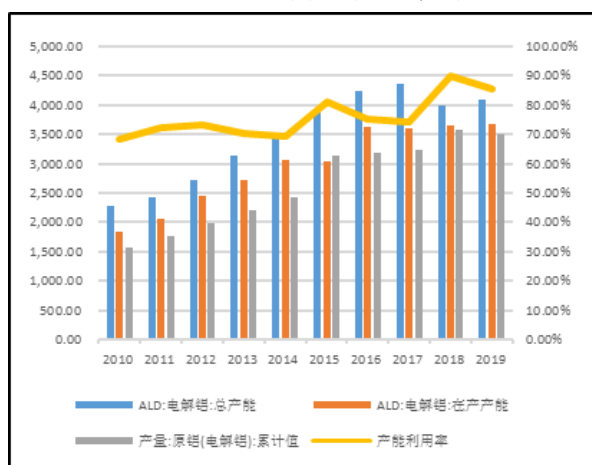
数据来源：Wind

市场供求关系

电解铝产能利用率偏低，产能存在过剩，在房地产投资维持较高水平增长的背景下，汽车行业景气度的回升对需求提升、过剩产能消化起到重要作用。

图6 近年中国电解铝产能及产量情况

（单位：万吨/年、万吨、%）



注：产能利用率使用总产能计算

数据来源：Wind

电解铝供给方面，2017—2019年中国原铝产量占全球超过50%，国际原铝产量的增长主要来自中国。中国电解铝行业产能连续多年存在产能过剩问题。截至2019年底，中国电解铝产能4100.50万吨/年，在产产能3664.50万吨/年，产能利用率85.46%，较2018年下降4.34个百分点。中国除电解铝产能过剩问题外，另一问题为产品科技含量较低，导致高端产品需要进口，而大量出口低端产品。

电解铝需求方面，建筑仍是铝材最主要的消费领域，其次为电子电力、运输交通和耐用消费品等工业领域。房地产方面，自2016年始，房地产开发投资完成额增速出现显著回升，2018及2019年分别为9.50%和9.90%。2019年全国汽车累计产量2552.80万辆，同比下降8.00%。尽管新能源汽车行业继续呈高速增长，但比重尚低，2018年销量仅占4.63%。2020年1—2月，国内汽车累计产量200.50万辆，同比下降45.80%。汽车产业产量自2018年起持续下降，对铝材需求拉动效应持续降低。

2. 行业政策

2017—2019年，政府在氧化铝、电解铝的产能方面实行较为严格的控制，并通过行业规范促进行业技术进步，推动行业高质量发展。

中国铝行业在近年经历了快速发展，产品产量、质量及产品结构都有所提高和完善，但也出现能耗高、污染严重、产能扩张过快及违规建设和产品结构不合理等弊端。

产能方面，2017年4月国家发改委、工信部、国土资源部与环保部印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》，2018年1月工信部印发《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》，2018年12月国家发改委、工信部印发《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》等政策对氧化铝和电解铝进行严格控制，并对已淘汰的产能指标给予引导和纾解。2018年，山东省人民政府就中央环境保护督察组督查反馈意见问题中所提

及的建设手续造假、瞒报产能进行整改，坚决关停违规产能、严控新增电解铝产能。同时，山东省人民政府对违规在建自备电厂采取停建方式处理，对违规已建成自备电厂采取不得投运方式处理，对违规已投运自备电厂采取停止运行方式处理。

自备电厂方面，2020年3月国家发改委、国家能源局联合印发《省级可再生能源电力消纳保障实施方案编制大纲的通知》，明确要求拥有自备电厂的企业需要承担与其年用电量相对应的可再生能源电力消纳权重，并对拒不履行消纳责任权重义务的拥有自备电厂的企业研究制定惩戒措施。另外，2018年3月国家发改委下

的《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》提到“自备电厂自2016年起欠缴的政府性基金及附加和系统备费，应与2018年底前缴清；2016年起欠缴的政府性基金及附加和系统备费应于本文件印发之日起3年内缴清；个别数额较大、确有困难的地方给予一定宽限期”。截至2020年3月底，国家发改委尚未下发正式文件。

行业规范方面，2020年2月工信部制定《铝行业规范条件》，对铝土矿开采、氧化铝、电解铝和再生铝生产中环境保护、工艺、装备、能源消耗、资源消耗及综合利用等方面进行了全面更新修订，对相关企业提出了更高的要求。

表 4 2017—2019 年出台的铝行业相关产业政策

出台时间	内容	政策影响
2017 年 2 月	环境保护部与京津冀及周边地区大气污染防治协作小组制定《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	污染治理
2017 年 3 月	工信部公布《十六部门关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	退出落后产能、优化产业结构
2017 年 4 月	国务院公布《矿产资源权益金制度改革方案》	调节资源利用各环节国家收益
2017 年 4 月	国家发改委、工信部、国土资源部与环保部印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》	落实先前政策
2017 年 5 月	国家发改委、能源局下发《关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知》	规范自备电厂建设及运行
2018 年 1 月	工信部印发《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》	控制新增产能
2018 年 3 月	国家发改委下发《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》	退出落后产能、优化产业结构
2018 年 5 月	《山东省贯彻落实中央环境保护督查组督查反馈意见整改方案》	化解产能过剩、污染治理
2018 年 9 月	《山东省物价局关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》	整体规划
2018 年 12 月	国家发改委、工信部印发《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》	控制新增产能
2019 年 12 月	住建部印发《关于国家标准〈氧化铝厂工艺设计规范（征求意见稿）〉公开征求意见的通知》	标准制定
2019 年 12 月	自然资源部发布《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》	规范矿业权出让、登记等事宜
2020 年 2 月	工信部制定《铝行业规范条件》	标准制定
2020 年 3 月	国家发改委、国家能源局联合印发《省级可再生能源电力消纳保障实施方案编制大纲的通知》	规范自备电厂运行

资料来源：公开信息，联合资信整理

3. 行业关注

电力成本影响

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，按照《铝行业规范条件》生产 1 吨电解铝最高消耗电力 13500 千瓦时和 1.92 吨氧化铝；电解铝的原料成本构成中，电力约占 45%。电力的消耗对铝行业的成本控制具有重要影响。未来，随着自备电厂政策的逐步收紧，山东等地区主要依赖自备电厂成本优势的企业将面临较大的经营挑战。

铝资源对外依存度

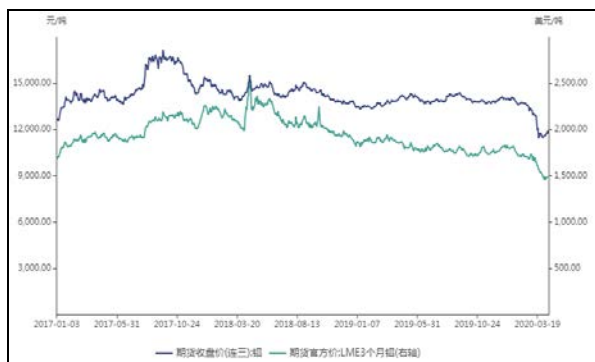
中国铝土矿对外依存度始终维持高位，虽然电解铝年产量占世界产量一半以上，但是仍未对铝土矿形成较强的议价能力而处于价格的被动接受地位，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业整体竞争实力的增强。另外，尽管部分生产商为了保证自身资源供应，在铝土矿资源丰富的国家进行了相关投资，但这种方式同时也增加了自身面临的政治、汇率等风

险。

价格波动

随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，生产方和采购方使用金融衍生工具愈发普遍。现货与期货价格联动性及国内和国际铝价联动性日益增强，其中国际铝价和国内铝价中分别以 LME 三月期铝和上海期货三月期铝最具代表性。2019 年以来，受美国解除对俄铝制裁及中美贸易摩擦等因素影响，国际铝价呈波动下降态势，同期国内铝价整体呈波动态势。2020 年初，受疫情影响，LME 三月期铝和上海期货三月期铝价格均出现快速下降。截至 2020 年 3 月底，LME 三月期铝收于 1524.00 美元/吨，较 2019 年底下降 16.72%；期货收盘价（连三）收于 11625 元/吨，较 2019 年底下降 17.08%。总体来看，LME 三月期铝更易受宏观因素驱动，上海期货三月期铝更易受国内基本面的影响。

图 7 国内外铝价格变动情况



资料来源：Wind

效应等方面具有较强的综合竞争优势。

公司是中国主要的铝生产企业之一，拥有邹平、滨州、魏桥、惠民、阳信、沾化、博兴及北海 8 个生产基地，生产基地相互间的距离在 80 公里内，均处于山东省滨州市铝产业集群范围内。截至 2020 年 3 月底，公司电解铝年产能合计 645.90 万吨，行业内排名前列。

电力供应方面，公司拥有自备电厂和自建输电网络，所有生产基地由自建电网连接，集中供电，运营效率高。公司的电力系统可稳定供应生产，自发电供应可有效降低电力成本。2019 年，公司电力自给率为 81.81%。

在氧化铝和铝矾土供应方面，公司为了保证氧化铝的供给，与几内亚、澳大利亚等国家的企业签署了采购铝矾土的长期合同。为了拓展上游产业链，进一步提高氧化铝自产率，公司自建了粉煤灰综合利用生产线。此外，公司还在几内亚参股投资建设铝矾土项目。截至 2020 年 3 月底，公司氧化铝年设计产能为 1400 万吨，可满足生产所需。

公司坐落于滨州地区铝产业集群范围内，集群内具有完整的上下游产业链，基本能够做到自给自足，需要外部采购的原料主要是铝矾土和煤炭，从而整个产业集群的成本都较低。公司处于产业链的中间环节，具有重要地位。

在原材料成本方面，公司与当地铝产业集群内氧化铝供货商签订了长期氧化铝供应协议，集中采购及较大规模的采购量使公司的氧化铝采购价格较低。在运输成本方面，公司外购氧化铝主要从当地铝产业集群内企业购买，液态铝合金直接从公司的生产车间运往产业集群内企业，运输距离较短降低了公司的运输成本。大规模的生产使公司在原材料、能源等购买方面具有较强的议价能力，从而取得有利的价格和条款，具有成本优势。

在下游销售方面，公司采用液态铝合金的销售方式，在节约了下游厂商的重熔成本的同时，还节约了公司的熔铸成本，因此吸引了许多铝材制造企业在公司附近投资建厂。

六. 基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 158312 万美元，宏桥投资（香港）持有公司 100% 的股权，为公司唯一股东。张氏家族为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司作为中国主要的铝生产企业之一，在生产规模、成本控制、产业链布局及产业集群

七. 管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八. 重大事项

1. 电力机组关停及减值事项

公司由于电力机组关停计提了较大的资产减值损失，因此增加的外购电价格高于公司的自产电力成本，公司的电力成本有所增加。

根据《山东省 2018—2020 年煤炭消费减量替代工作方案》和《滨州市 2018—2020 年煤炭消费减量替代工作方案》的相关要求：2015 年山东省煤炭消费量 40927 万吨，2020 年山东省煤炭消费总量控制在 36834 万吨，减量 4093 万吨；加快关停不实施改造或实施改造后仍不符合环保、能效、安全等标准要求的机组，特别是 30 万千瓦以下，运行满 20 年的纯凝机组和运行满 25 年的抽凝机组。根据上述政策要求，公司计划于 2018—2020 年关停 30 万千瓦以下的机组，并已于 2019 年 11 月关停了部分 13.5 万千瓦和 30 万千瓦的火电机组。公司于 2019 年因该事项计提资产减值损失 12.86 亿元；截至 2019 年底，累计计提火电机组的资产减值损失 23.40 亿元。

针对因此产生的电力缺口，公司对当地政府控股下的邹平滨能能源科技有限公司（以下简称“滨能能源”）投资 22.5 亿元，持有其 45% 股权，保证电量优先由公司所使用，并通过一定的预付款降低电力采购成本。截至 2020 年 3 月底，滨能能源拥有 5 台 66 万千瓦的机组，生产的电力大部分供给公司使用。公司签署的供电协议价为 0.375 元/吨（含税），较自产电力的成本高。由于公司在滨能能源占有 45% 的股份，所以电厂将来的利润有 45% 要分配给公司。另外向合资电厂提供 20 亿元股东借款。目前滨能能源的运营比较稳定。

联合资信将持续关注该事项对公司未来经

营及财务的影响。

2. 电解铝产能置换事项

由于云南省具有水电成本较低的优势，若产能置换事项顺利落地，未来电解铝生产成本有望进一步降低；但该事项使得公司未来存在一定的资本支出压力。

公司于 2019 年 12 月 2 日发布了《关于建设云南省绿色铝创新产业园事项的公告》，公告称山东省工业和信息化厅（以下简称“山东工业厅”）已将公司之全资子公司山东魏桥铝电有限公司约 203 万吨铝产能置换（下称“产能指标”）予以公示。在取得山东工业厅关于产能指标的批准之后，公司将根据云南绿色铝创新产业园（下称“产业园”）的建设情况分两期建设，一期计划建设 100 万吨/年的电解铝产能，主要大型设备将从山东地区运输到云南，一期项目预计 2021 年前建成投产，目前处于建设中，其中一期中约 30 万吨/年的产能计划于 2020 年 9 月投产。二期的电解铝产能计划在“十四五规划”期内完成。公司的上游阳极炭块等部分供应商，下游铝材生产商等企业也将作为云南省政府招商引资项目，在当地建厂，建立类似公司滨州基地的产业群。云南省政府与公司签订的水电优惠价格为 0.25 元/千瓦时（含税），较低的电费价格有利于降低公司的电解铝生产成本。

联合资信将持续关注该事项对公司未来经营及财务的影响。

九. 经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司收入规模有所下降。随着深加工项目的逐步投产，公司深加工业务收入有所增加。跟踪期内，得益于公司电解铝原材料成本的下降以及铝深加工产品毛利率的提升，公司综合毛利率有所增长。

公司主要从事氧化铝、液态铝合金、铝合金锭及铝深加工产品的生产和销售。2019 年，

公司营业收入为 838.16 亿元，主要系液态铝合金收入下降所致。同期，公司主营业务收入占营业收入的比例在 95% 以上，主营业务突出。

从主营业务收入构成来看，液态铝合金和铝合金锭的销售是公司收入的主要来源。公司位于滨州的铝产业集群内，下游客户集中在公司附近，下游客户为了节约生产成本，选择以液态铝合金形式购买公司的铝产品。与铝合金锭相比，液态铝合金不仅使公司和客户避免铸造及再熔炼成本，也使双方节省了铝合金锭储存成本。2019 年，公司液态铝合金业务收入为 593.42 亿元，同比下降 11.98%，主要系受供暖

季限产、产能置换以及利奇马台风影响，液态铝合金产量下降所致。2019 年，铝合金锭业务收入为 25.49 亿元，同比下降 37.76%，主要系公司优先供应产业集群内下游客户液态铝合金所致。2019 年，公司铝深加工产品收入为 91.05 亿元，同比增长 27.61%，主要系铝合金加工产品生产效率提高，主打产品销量及销售价格提高所致。公司由于关停部分电解铝产能，将部分自产氧化铝产品对外销售，2019 年实现收入 98.67 亿元，同比增长 25.07%。公司蒸汽产品整体收入占比不大，2019 年占比为 0.81%。

表 4 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

主要产品	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 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
液态铝合金	760.01	81.45	17.23	674.20	77.46	17.18	593.42	72.79	19.68	125.49	66.60	17.42
氧化铝	--	--	--	78.89	9.06	23.02	98.67	12.10	17.45	30.87	16.38	14.43
铝合金锭	117.20	12.56	13.39	40.96	4.71	11.33	25.49	3.13	17.58	12.85	6.82	13.66
铝深加工产品	54.17	5.81	9.56	71.35	8.20	8.18	91.05	11.17	21.76	16.36	8.68	17.96
蒸汽	1.75	0.19	16.67	4.99	0.57	-2.65	6.63	0.81	1.19	2.85	1.51	-8.11
合计	933.13	100.00	16.30	870.39	100.00	16.58	815.25	100.00	19.43	188.43	100.00	16.34

资料来源：公司提供

从主营业务毛利率构成来看，2019 年液态铝合金毛利率提高了 2.50 个百分点，主要系煤炭、阳极炭块等原材料采购价格下降所致。铝合金锭的毛利率与液态铝合金变动趋势一致。2019 年，铝深加工产品的毛利率为 21.76%，同比提高了 13.58 个百分点，主要系公司采取节能降耗措施的同时，生产线产能利用率进一步提高，生产成本进一步下降。氧化铝方面，2019 年，受氧化铝价格下降影响，氧化铝毛利率下降了 5.57 个百分点。综合以上因素，公司毛利率增长至 19.43%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 193.65 亿元，同比下降 3.77%；主营业务毛利率为 16.34%，同比提高了 1.73 个百分点，主要系原材料成本下降所致。

2. 原材料采购

公司铝产品业务原材料供货渠道较为稳

定，能够保障公司生产经营需求，铝土矿的进口依赖程度较高，2020 年 1 季度受疫情影响，公司铝土矿采购价格有所上升。公司电力自给率有所下降但仍属较高水平，有利于降低公司生产成本。公司通过对上游铝矾土、氧化铝的海外业务拓展，可形成铝矾土—氧化铝的上游产业链，从而提高公司整体抗风险能力。

液态铝合金生产原材料主要包括氧化铝、电力和阳极炭块等，其中氧化铝和电力成本占公司铝合金生产成本的 80% 左右。

表 5 公司原材料采购情况（单位：亿元）

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
铝矾土	采购金额	135.53	214.60	193.03	53.43
氧化铝	采购金额	45.23	37.98	26.75	10.44
阳极炭块	采购金额	126.14	91.62	75.24	15.09
电力	采购金额	91.46	64.28	49.65	22.42
电煤	采购金额	195.44	188.27	163.51	34.15

资料来源：公司提供

受关停部分火电机组影响，截至 2019 年底，公司装机容量降至 992 万千瓦。2019 年，公司的电力自给率为 81.81%。2020 年 1—3 月，公司电力自给率进一步下降至 65.95%。为解决缺口电力供给问题，公司对滨能能源投资 22.5 亿元，并与其达成长期供应电力的战略合作。在结算方式上，公司主要以电汇方式结算，每月结算一次。从采购量来看，2019 年外购电量持续下降，主要系液态铝合金产量持续下降所致。

表 6 公司电力供应情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
自给率	73.73	78.26	81.81	65.95

资料来源：公司提供

公司电力板块主要原材料为煤，公司煤炭采购为招标采购模式。招标采购模式主要针对煤炭经销商，每月进行一次招标，保证一个月的库存。在货到后经公司验收完成，通知经销商开票。结算方式为票到付款，支付方式全部以转账形式。公司采购煤炭全部用于供应电力。从采购量来看，2019 年，公司年采购煤炭量持续下降。从采购单价来看，煤炭采购价格持续下降，但仍处于较高水平。

氧化铝采购方面，公司所需氧化铝主要来自外购及自产。截至 2019 年底，公司氧化铝年设计产能为 1400 万吨。2019 年，公司氧化铝自给率为 89.14%，氧化铝自给率不断提高，在进一步延伸产业链条的同时有效的降低了氧化铝的采购成本，从而提高了公司成本控制能力。外购氧化铝方面，产业集群内独立供货商为公司主要的氧化铝供应商。由于公司自产氧化铝大幅增长，2019 年，公司氧化铝采购量有所下降，但由于公司部分氧化铝跟电解铝产区不在同一个区域，为节约生产成本，公司仍外购部分氧化铝。采购单价方面，公司与产业集群内独立供货商相邻，有效的节省了运输成本，同时公司每年采购量超过 100 万吨，获得了一定的价格折扣，进一步降低了采购成本，公司氧化铝采购平均价格与市场价格走势一致。在结

算方式上，主要以电汇方式为主，货款每月结算一次。由于公司关停部分电解铝产能，将部分自产氧化铝产品对外销售。

表 7 公司氧化铝情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
自给率	86.57	87.15	89.14	81.67

资料来源：公司提供

氧化铝的原材料主要为铝矾土，公司主要从几内亚、澳大利亚等国家进口铝矾土，主要采用 FOB、CIF 的结算方式。从采购量来看，2019 年，公司采购铝矾土规模仍较大，主要系公司为了应对贸易战影响，加大原材料采购力度所致。2019 年，铝矾土采购价格基本保持稳定，2020 年 1 季度受疫情影响，公司铝土矿采购价格有所上升。同时，公司将继续推进非洲几内亚铝土矿项目，保障公司原材料稳定供应。

阳极炭块采购方面，公司一般从当地的炭素加工厂等进行采购，通过供货商竞价投标方式进行，公司于每年底与供货商商讨年度供应计划，并根据市场价格、产品质量等因素，每月调整采购价格。2019 年，阳极炭块采购量持续下降，主要系液态铝合金产量持续下降所致。由于运输距离近、采购量大及付款及时，公司采购均价略低于市场价格，2019 年，采购均价受市场价格影响持续下降。在结算方式上，公司主要以电汇方式结算。

供应商集中度方面，2019 年，公司前 5 大供应商合计占总采购金额之比为 37.85%，集中度尚可，但第一大供应商占比较高。

表 8 公司前 5 大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商名称	采购金额	占比	是否为关联方
2019 年	名称 1	93.44	16.42	是
	名称 2	33.81	5.94	否
	名称 3	31.46	5.53	是
	名称 4	29.75	5.23	否
	名称 5	26.98	4.74	否
	合计	215.44	37.85	--
2020 年 1—3 月	名称 1	25.16	16.54	是
	名称 2	22.42	14.74	是
	名称 3	9.46	6.22	否

名称 4	7.03	4.62	否
名称 5	7.02	4.62	否
合计	71.09	46.74	--

资料来源：公司提供

3. 产品生产

受供暖季限产、产能置换以及利奇马台风影响，2019 年电解铝产量有所下降；但公司加大对铝深加工产线的产能利用率，铝深加工产品产量持续扩大。

公司的主要产品有氧化铝、液态铝合金、铝合金锭和铝深加工产品等。

公司生产基地全部位于山东省滨州地区铝产业集群范围内，所处地理位置优越，交通网络发达。在便利的交通以及较大生产规模的条件下，公司可以快速并以较低成本将产品发送给客户。2019 年，公司电解铝期末年产能基本保持稳定。截至 2019 年底，铝深加工产能为 99 万吨/年。

产量方面，公司位于滨州地区铝产业集群内，该产业集群拥有铝生产流程中各个环节的大量企业，集群内下游企业对铝制品的需求较大。2019 年，铝产品为 627.36 万吨，同比下降 8.66%，主要系受供暖季限产、产能置换以及利奇马台风影响所致。由于公司产能与下游客户需求匹配程度高，因此，公司产能利用率也处于较高水平。受益于公司不断开拓市场，铝深加工产品订单量增加，公司铝深加工产品产量持续增长。

表 9 公司铝产品生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
电解铝期末产能		646.00	646.00	645.90	645.90
电解铝产能利用率		94.94	98.53	87.38	84.10
铝产品 产量	液态铝合金	656.82	596.96	539.85	121.80
	铝合金锭	95.20	39.56	24.47	13.86
	铝母线	2.36	0.00	0.04	0.13
	铝深加工产品	41.24	50.29	63.00	16.18
	合计	795.62	686.81	627.36	151.97

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司液态铝板块具有一定的规模优势，在

销售渠道上具有较强的优势，竞争力较强，对公司业绩贡献大。2019 年，公司铝深加工板块的销量大幅增加，一定程度上缓解了液态铝合金销量减少对公司的影响。公司销售集中度较高，存在一定的客户集中风险。同时，公司铝产品销售价格较为稳定，但 2020 年 1 季度以来受疫情影响铝产品销售价格降幅较大。

公司设立多个销售及营销团队，覆盖东北、华南、华东及华北地区，销售人员负责在各自所在的地区进行销售及营销活动，同时加强与现有客户的关系并发展与潜在客户的关系；制定月度销售计划及向客户收回应收款项。公司液态铝客户主要集中在滨州地区，液态铝运输半径在 50 公里以内。由于公司液态铝合金的销售模式既节约了公司铸造成本，又减少了下游厂商的重熔成本，周边下游企业与公司的合作粘性较强。

公司销售以直销为主，采用与客户订立框架销售协议的模式进行销售。协议中订明有关质量、定价、结算、付款及月度或年度计划销售量的相关条款。客户一般每月向公司下发采购订单，考虑到订货量和公司相应月份的产能后，每月实际交货量仍由客户与公司磋商而定，销售框架协议期限多数为一年至六年。

表 10 公司产品销售和产销率情况

（单位：万元/吨（不含税）、万吨、%）

产品		2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
液态铝 合金	销售价格	1.23	1.22	1.22	1.16
	销量	619.29	552.67	484.82	108.57
	产销率	94.29	92.58	89.81	89.13
铝合金 锭	销售价格	1.22	1.21	1.21	1.18
	销量	96.23	33.87	21.01	10.93
	产销率	101.09	85.62	85.88	78.88
铝深加 工产品	销售价格	1.44	1.45	1.46	1.48
	销量	37.62	49.31	62.33	11.06
	产销率	91.23	98.04	98.93	68.36

资料来源：公司提供

公司实行以销定产的生产模式，产销率基本维持在 90%左右，但产销率未达到 100%，主要系公司将部分液态铝及铝合金锭自用于铝深加工产品所致。在产品销售价格方面，2019 年，

液态铝合金和铝合金锭的销售价格基本保持稳定。2019 年，公司铝深加工产品销量持续增长，主要系公司开拓铝深加工产品市场，订单量增加所致；销售价格持续增长，主要系受产品价格体系变动所致。公司加强销售收入的现金回流管理，除少部分客户外，公司要求提货前全额预付款项，并要求客户支付不低于 80% 现金预付款，如果客户提货额大于预收的货款额，则仅授予客户不超过 90 天的账期；由于宏观环境下行，下游客户资金压力较大，公司对下游的信用周期有所延长。

从客户集中度看，2019 年，公司对前五大客户实现销售收入合计占比为 56.91%，同时对第一大客户销售占比较大。公司销售集中度较高，一定程度上降低了销售费用，但公司与相关大客户的合作关系变动易对公司经营业绩的稳定性产生不利影响。

表 11 公司前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

年份	客户	产品	销售金额	占比	是否为关联方
2019 年	客户 1	液态铝合金等	299.89	36.79	否
	客户 2	液态铝合金等	56.28	6.90	否
	客户 3	液态铝合金等	43.31	5.31	否
	客户 4	液态铝合金等	35.54	4.36	否
	客户 5	液态铝合金等	28.91	3.55	是
	合计	--	463.93	56.91	--
2020 年 1-3 月	客户 1	液态铝合金等	76.32	40.51	否
	客户 2	液态铝合金等	9.42	5.00	否
	客户 3	液态铝合金	8.78	4.66	否

	等				
客户 4	液态铝合金等	8.10	4.30	否	
客户 5	液态铝合金等	5.49	2.91	是	
合计	--	108.12	57.37	--	

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2019 年，公司整体经营效率有所下降，从同行业上市公司情况看，公司经营效率处于行业较低水平。2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，分别为 4.16 次、3.24 次和 0.50 次。公司经营效率处于行业较低水平。

表 12 2019 年同行业公司经营效率指标对比

（单位：次）

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
中国铝业股份有限公司	24.54	8.82	0.94
云南铝业股份有限公司	37.48	5.70	0.63
公司	4.16	3.24	0.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 在建工程及未来发展

公司计划将部分产能置换到云南产业园，未来存在一定的资本支出压力。公司未来的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

在建项目方面，截至 2020 年 3 月底，公司在建工程主要是环保改造项目、粉煤灰综合利用项目和云南铝产业园项目。

云南铝产业园项目已于 2019 年 11 月开工建设，建设期 16 个月，分两期建设，边建设边投产。项目投资 112.14 亿元，一期部分产能预计于 2020 年 9 月份投产，二期将视一期建设投产情况安排开工建设。

表 12 公司产能置换项目基本情况（单位：亿元）

项目	预计总投资额	资金来源		截至 2020 年 3 月底已投金额	未来三年投资计划		
		自筹	云南政府		2020 年	2021 年	2022 年
云南省绿色铝创新产业园（一期、二期合计 203 万吨）	112.14	52.14	60.00	0.88	66.40	28.04	16.82

资料来源：公司提供

公司未来三年的总体发展规划是将积极支持国家供给侧改革的推进,发挥行业带头作用;完善现有的“铝电网一体化”和“上下游一体化”产业模式,保障上游铝矾土和氧化铝的供应,战略性地扩展市场销售渠道,打造节能环保的铝产品全产业链;优化生产工艺实现节能增效,进行多种培训全面提高员工技能,保持公司在市场的竞争优势。在资本市场方面,公司将持续提升与投资者的有效沟通,长远规划财务结构,加强内外风险防范。

十. 财务分析

1. 财务质量及财务概况

信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计了公司提供的2018—2019年度财务报表,并出具了标准无保留的审计意见。2020年1—3月财务报表未经审计。

从合并范围上看,2019年新增14家子公司,注销2家子公司。2020年1—3月,公司新增2家子公司。截至2020年3月底,公司纳入合并范围的子公司合计47家。由于新纳入合并范围及处置的子公司规模相对较小,相关会计政策连续,财务数据的连续性和可比性较强。

截至2019年底,公司合并资产总额1687.85亿元,所有者权益合计598.31亿元(含少数股东权益13.76亿元)。2019年,公司实现营业收入838.16亿元,利润总额68.31亿元。

截至2020年3月底,公司合并资产总额1692.62亿元,所有者权益合计610.91亿元(含少数股东权益14.58亿元)。2020年1—3月,公司实现营业收入193.65亿元,利润总额13.97亿元。

2. 资产质量

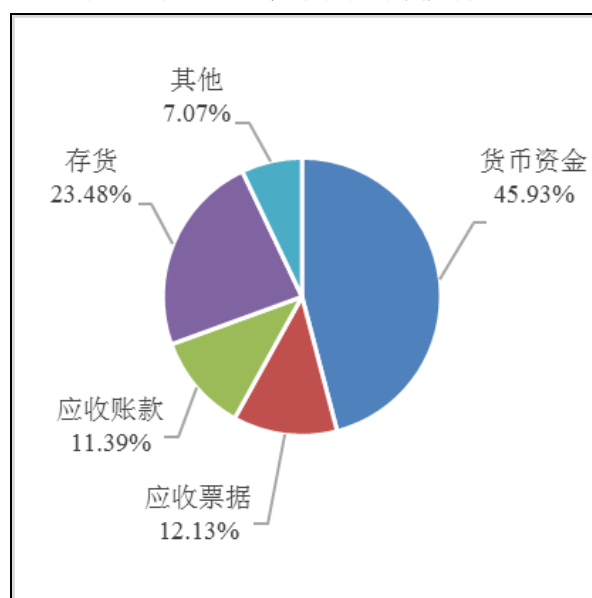
公司资产规模不断增长,资产结构中流动资产占比略高。流动资产中货币资金及应收票据规模较大,但货币资金的使用效率较低;非流动资产中固定资产规模较大,与生产型企业的性质匹配。公司整体资产质量较好。

2019年,公司合并资产总额为1687.85亿元,较2018年底变化不大。其中流动资产占54.41%,非流动资产占45.59%。公司资产结构相对均衡,资产结构较2018年底变化不大。

(1) 流动资产

2019年,公司流动资产为918.37亿元,较2018年底增长2.64%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。

图8 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源:根据公司财务报告整理

2019年,公司货币资金为421.80亿元,较2018年底下降7.73%。其中银行存款占96.63%;使用受限资金占3.38%,主要为票据、信用证及保函保证金等,受限比例低。公司货币资金规模较大,但利息收入金额不大,公司货币资金使用效率有待提高。

2019年,公司应收票据为111.40亿元,较2018年底下降5.00%。公司应收票据全部由银行承兑汇票组成。

2019年,公司应收账款有所增长,为104.60亿元,主要系宏观环境下行,下游客户资金压力较大,公司延长下游客户信用周期所致。截至2019年底,公司应收账款计提坏账准备0.16亿元(计提比例0.16%),公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为104.76亿元,账龄主要在1年以内。截至2019年底,应

收账款余额前五名总额占比 42.26%，集中度较高。

表 14 截至 2019 年底公司应收账款前五名情况

(单位: 亿元、%)

客户名称	金额	占比	是否关联方
单位 1	9.49	9.06	非关联方
单位 2	9.39	8.97	非关联方
单位 3	9.29	8.87	非关联方
单位 4	8.15	7.78	非关联方
单位 5	7.94	7.58	非关联方
合计	44.26	42.26	--

资料来源: 公司财务报告

公司存货主要由原材料、在产品和在途物资构成。截至 2019 年底, 公司存货账面余额 215.62 亿元, 较 2018 年底增长 11.42%, 主要系公司为应对贸易摩擦, 储备铝矾土所致。其中在途物资占 24.70%, 原材料占 40.78%, 在产品占 31.56%。公司库存商品以液态铝为主, 按订单生产后即运往下游客户, 产品的性质特点决定公司存货中库存商品较少。公司存货规模较大, 未来若铝产品价格大幅波动, 可能存在跌价风险。

(2) 非流动资产

2019 年, 公司非流动资产为 769.47 亿元, 较 2018 年底下降 2.24%, 公司非流动资产主要由固定资产构成。

2019 年, 公司新增长期应收款 20.00 亿元, 主要系对关联方滨能能源资金拆借所致; 同时新增长期股权投资 22.88 亿元, 主要系新增对滨能能源 22.50 亿元的投资所致。

截至 2019 年底, 公司固定资产 626.00 亿元, 较 2018 年底下降 5.35%, 主要系公司关停部分铝产能及电厂产能致使计提减值准备及计提折旧影响所致。固定资产主要由房屋建筑物 (占 38.76%) 和机器设备 (占 61.11%) 构成。公司固定资产累计计提折旧 328.77 亿元, 固定资产成新率 76.88%, 成新率较高。暂时闲置的固定资产账面价值为 71.48 亿元 (占 11.42%), 闲置的固定资产金额较高。

截至 2019 年底, 公司所有权受限的资产为 70.22 亿元, 资产受限比例 4.16%, 资产受限程度很低。

表 15 截至 2019 年底公司受限资产 (单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	14.24	保证金及冻结款
应收票据	1.36	质押
其他权益工具投资	1.11	为宏发韦力借款提供担保
固定资产	50.50	担保
无形资产	3.01	为本公司提供担保
合计	70.22	—

资料来源: 公司财务报告

截至 2020 年 3 月底, 公司合并资产总额 1692.62 亿元, 较 2019 年底变化不大。其中货币资金较 2019 年底下降 5.66% 至 397.92 亿元; 应收票据较 2019 年底下降 17.19% 至 92.25 亿元; 预付款项较 2019 年增长 119.28% 至 72.51 亿元, 主要系公司预付原材料及电力款增加所致; 固定资产 (合计) 较 2019 年底下降 7.02% 至 584.06 亿元。

3. 权益及负债

(1) 权益

伴随未分配利润增长, 公司权益规模不断扩大; 归属于母公司所有者权益中未分配利润占比大, 权益结构稳定性较弱。

截至 2019 年底, 公司所有者权益合计为 598.31 亿元, 较 2018 年底增长 8.85%, 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 97.70%, 少数股东权益占比为 2.30%。归属于母公司所有者权益中, 实收资本和未分配利润分别占 16.97% 和 80.17%。

截至 2020 年 3 月底, 公司所有者权益为 610.91 亿元, 较 2019 年底增长 2.11%, 所有者权益结构较 2019 年底变动不大。

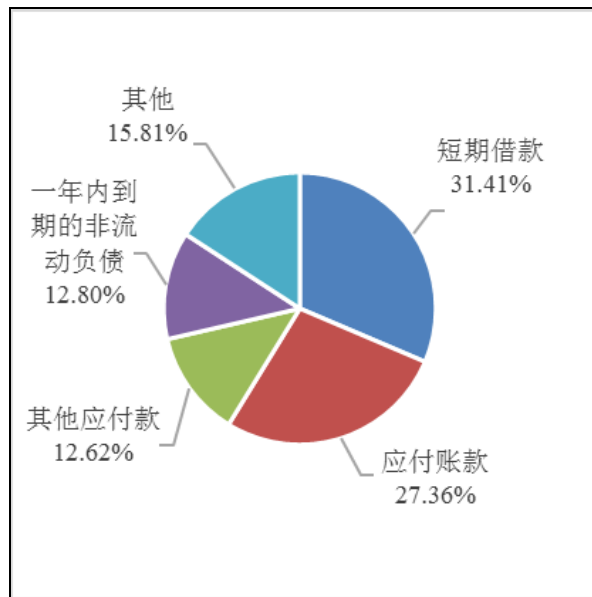
(2) 负债

公司债务规模较大, 债务负担偏重, 短期债务占比有所上升。关联方中国宏桥对公司的借款有所压缩。公司大规模的债务将于 2020—2021 年到期, 存在较大的集中偿付压力。

2019年，公司负债总额为1089.53亿元，较2018年底下降3.76%。其中流动负债占比大幅提升至59.05%。公司流动负债占比上升较快。

2019年，公司流动负债为643.42亿元，较2018年底增长19.54%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成。

图9 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2019年，公司短期借款为202.07亿元，较2018年底增长35.35%。公司短期借款主要由抵押借款（占8.91%）、保证借款（占71.92%）、信用借款（占19.17%）构成。

公司应付账款主要是应付供应商购货款。截至2019年底，公司应付账款176.04亿元，较2018年底增长5.61%，主要系公司采购规模扩大所致。从账龄看，1年以内占99.74%。从集中度上看，公司应付账款前五大款项余额占比53.06%，集中度高。

表16 截至2019年底公司应付账款前五大情况

(单位：亿元、%)

名称	金额	占比	是否关联方
单位1	59.51	33.81	否
单位2	16.40	9.31	是
单位3	9.92	5.63	是

单位4	3.79	2.16	否
单位5	3.78	2.15	否
合计	93.40	53.06	--

资料来源：公司提供

公司其他应付款主要为设备款、工程进度款、押金、保证金及应付关联方款项等。2019年，公司其他应付款为81.20亿元，较2018年底增长15.89%，主要系与关联方中国宏桥往来款增加所致。

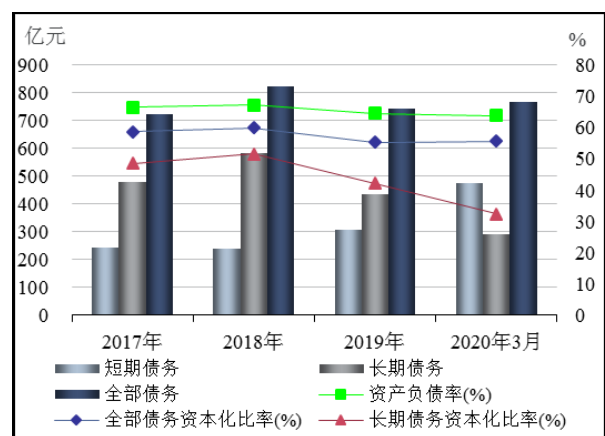
2019年，公司一年内到期的非流动负债为82.39亿元，较2018年底增长191.79%；其中一年内到期长期借款占81.84%，一年内到期的应付债券占18.16%。

2019年，公司非流动负债为446.12亿元，较2018年底下降24.88%，主要系长期借款大幅下降所致。公司非流动负债主要由应付债券（占86.37%）、长期应付款（占10.70%）构成。

2019年，公司应付债券为385.29亿元，较2018年底下降6.20%，主要系公司2019年兑付部分到期债券所致。

公司长期应付款主要为融资租赁款和股东借款。2019年，公司长期应付款为47.73亿元，较2018年底下降53.41%，主要系股东借款减少所致。公司长期应付款主要包括融资租赁款16.18亿元和由关联方中国宏桥提供的内部借款31.55亿元。

图10 公司债务负担情况



资料来源：根据公司财务报告整理

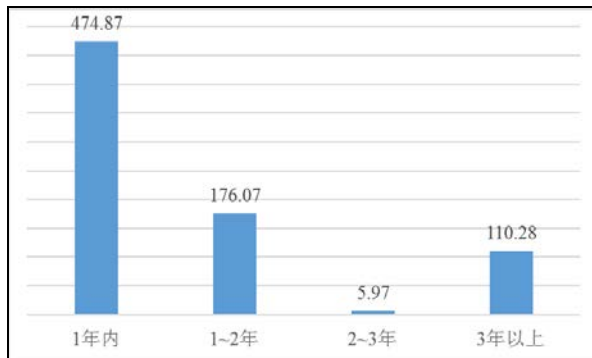
2019年，公司全部债务为742.95亿元，较2018年底下降9.64%。从债务结构来看，截至

2019年底,公司短期债务为305.86亿元,较2018年底增长28.77%,占比较2018年底提高了12.28个百分点至41.17%;长期债务较2018年底下降25.25%至437.08亿元,占比为58.83%。债务负担方面,截至2019年底,公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为64.55%和55.39%。公司债务规模较大,债务负担偏重,且短期债务占比有所提升。

截至2020年3月底,公司负债总额1081.71亿元,较2019年底下降0.72%。其中流动负债占72.05%,非流动负债占27.95%,公司流动负债占比进一步上升。

截至2020年3月底,公司全部债务767.19亿元,较2019年底增长3.26%。其中短期债务占61.90%,长期债务占38.10%,短期债务占比进一步上升。从债务到期结构来看,2020年和2021年债务到期规模较大,存在较大的集中偿付压力。截至2020年3月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为63.91%和55.67%。公司资产负债率处于行业较低水平。

图11 截至2020年3月底公司债务到期分布情况
(单位:亿元)



资料来源:根据公司提供的资料整理

表17 截至2020年3月底同行业公司负债情况对比
(单位:%)

公司名称	资产负债率
中国铝业股份有限公司	65.92
云南铝业股份有限公司	67.95
公司	63.91

资料来源:联合资信根据公开资料整理

4. 盈利能力

2019年,公司收入规模有所下降。得益于

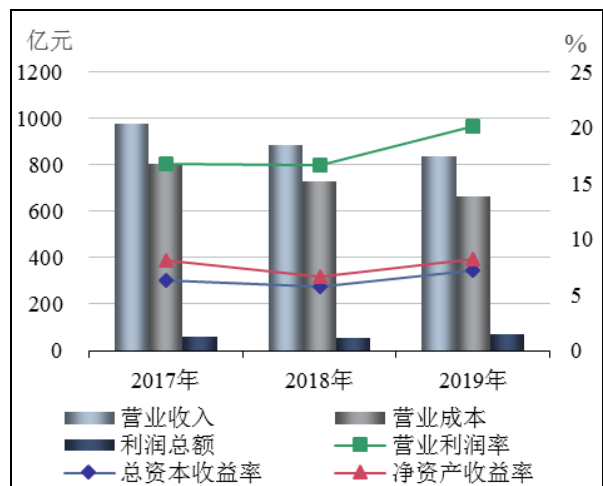
公司电解铝原材料成本的下降以及铝深加工产品毛利率的提升,公司营业利润率有所增长,且持续维持高水平,但公司计提大额资产减值准备,同时财务费用持续攀升,对公司营业利润的侵蚀较大。整体看,公司盈利水平高。

2019年,公司营业收入为838.16亿元,较2018年下降5.41%;同期,公司营业成本为661.89亿元,同比下降9.14%。经过多年的发展,公司各项主营业务的盈利模式均较为成熟,公司营业利润率保持高水平,2019年为20.07%,同比提升3.39个百分点,主要系煤炭价格下降导致电力成本下降,同时阳极炭块价格下降,以及铝合金加工产品生产效率提高,主打产品销量及销售价格提高所致。

2019年,公司期间费用总额为81.14亿元,较2018年增长3.07%。其中财务费用及管理费用占比较高,分别为57.89%和26.71%。具体来看,公司管理费用增长主要系公司折旧费以及职工薪酬增加所致。同期,公司财务费用有所下降,主要系债务规模下降所致,但仍维持较大规模。2019年,公司期间费用率为9.68%,较2018年上升0.80个百分点,公司费用控制能力有待提高。

2019年,公司资产减值损失为18.25亿元,主要系公司关停部分电力资产及产能置换导致当期资产减值所致。较大规模的减值损失侵蚀了公司利润。

图12 公司盈利情况



资料来源:根据公司财务报告整理

2019年，公司利润总额为68.31亿元，较2018年增长20.10%。

从盈利指标来看，2019年，公司总资本收益率及净资产收益率分别为7.15%和8.25%。公司盈利水平高。

表 18 2019 年同行业公司盈利情况对比

(单位: 亿元、%)

公司名称	营业收入	利润总额	净资产收益率
中国铝业股份有限公司	1900.74	21.14	2.10
云南铝业股份有限公司	242.84	5.97	4.34
公司	838.16	68.31	8.25

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 193.65 亿元；营业利润率为 16.55%，较上年全年下降 3.52 个百分点；同期，公司期间费用率为 9.78%，较上年上升 0.10 个百分点。2020 年 1—3 月，公司实现利润总额 13.97 亿元。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流状况良好，但现金收入比持续下滑。公司减缓投资力度，投资压力逐渐减少，筹资力度也有所收缩；但公司 2020—2021 年面临大额的债务支付压力，仍有一定的融资需求。

表 19 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	910.93	817.84	726.31	188.22
经营活动现金流出量	623.46	701.95	583.08	219.05
经营活动现金流量净额	287.48	115.89	143.24	-30.83
投资活动现金流入量	38.80	123.49	24.08	7.80
投资活动现金流出量	214.42	48.53	90.03	10.72
投资活动现金流量净额	-175.62	74.96	-65.95	-2.93
筹资活动前现金流量净额	111.85	190.85	77.29	-33.76
筹资活动现金流入量	322.37	446.93	339.95	76.33
筹资活动现金流出量	327.37	409.33	454.30	67.32
筹资活动现金流量净额	-4.99	37.60	-114.35	9.01

资料来源：根据公司财务报告整理

从经营活动产生的现金流看，2019 年，公司经营活动现金流入量有所下降，主要系营业规模缩减，同时公司延长下游客户账期所致；同期，公司经营活动现金流出量有所下降；同

期，经营活动现金流量净额保持净流入，为 143.24 亿元。2019 年，公司现金收入比为 85.58%，收入实现质量一般，且有所下降。

从投资活动产生的现金流看，2019 年投资活动现金流出量同比增长 85.51%，主要系对滨能能源的投资金额较大所致。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-65.95 亿元。

2019 年，公司筹资活动前现金流呈净流入状态。公司业务处于成熟期，经营活动现金流可以满足投资需求。

2019 年，公司持续实施降杠杆措施，公司筹资活动现金流入量有所下降，筹资活动现金流出量有所增长，筹资活动产生的现金流整体呈净流出状态。由于公司 2020—2021 年面临大额的债务支付压力，仍有一定的融资需求。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金呈净流出状态，主要系公司采购原材料支付的现金增加所致；同期，公司投资活动产生的现金流量净额及筹资活动前现金流量净额分别为-2.93 亿元和-33.76 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债指标表现好，对外担保对象主要为关联企业，或有负债风险较小，同时考虑到公司作为中国铝行业的龙头企业，在区位优势、产业链布局、经营规模、技术研发水平、成本控制以及产品市场认可度等方面具备较强的竞争优势，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 142.73%和 109.22%。截至 2020 年 3 月底，上述两项指标分别为 122.05%和 92.69%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 22.26%。截至 2020 年 3 月底，公司短期债务合计 474.87 亿元，现金类资产为 474.97 亿元，现金类资产/短期债务为 1.00 倍。公司短期偿债指标好。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 184.63 亿元；EBITDA 利息倍数为 3.96 倍；全部债务/EBITDA 为 4.02 倍。公司长期偿债指标好。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月底，公司对中国宏桥借款提供合计 46.96 亿元人民币的担保；公司子公司魏桥铝电以持有的宏发韦立氧化铝公司（以下简称“宏发韦立”）5%股权质押为宏发韦立借款提供 187400.00 万印尼卢比（折合人民币 1.11 亿元）担保（按照借款金额及投资比例确定），并为宏发韦立提供最低收入保证。公司对外担保余额占公司净资产规模的比重为 7.87%，对外担保比例较低。

表 20 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

担保方名称	担保金额（人民币亿元）	担保期限
中国宏桥	46.96	--
宏发韦立	1.11	2017.1-2023.12
合计	48.07	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司共获银行授信额度总额约 569.97 亿元，已使用 405.47 亿元，未使用授信总额约 164.50 亿元，间接融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1037162600001500H），截至 2020 年 5 月 22 日，公司无未结清的不良类或关注类贷款记录，过往履约情况良好。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产以货币资金、其他应收款、长期应收款和长期股权投资为主，债务负担重。

公司本部主要经营贸易和管理业务。截至 2019 年底，公司本部资产总额 628.72 亿元，较 2018 年底增长 4.97%。其中流动资产 383.60 亿元，较 2018 年底增长 5.26%，主要由货币资金（占 28.29%）、应收票据及应收账款（占 10.37%）、其他应收款（占 47.66%）和存货（占 13.36%）构成；非流动资产 245.13 亿元，较 2018 年底增长 4.53%，主要由长期应收款（占 20.97%）和长期股权投资（占 78.94%）构成。截至 2019 年底，所有者权益 156.49 亿元，较 2018 年底增长 3.31%；负债 472.24 亿元，较 2018 年底增长 5.54%。其中流动负债 245.42 亿元，主要由短期借款（占 21.34%）、应付票据及应

付账款（占 24.12%）、其他应付款（合计）（占 47.92%）和一年内到期的非流动负债（占 6.09%）构成；非流动负债 226.82 亿元，全部由应付债券构成。公司本部资产负债率 75.11%，资产负债率高。

2019 年，公司本部实现营业收入 185.80 亿元，较 2018 年增长 3.31%；利润总额 5.01 亿元，较 2018 年增加 59.67%，主要系资产减值损失减少所致。2019 年公司本部销售商品提供劳务收到的现金为 209.97 亿元，现金收入比为 113.01%；经营活动产生的现金流量净额为 37.56 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -6.88 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 61.95 亿元。

8. 抗风险能力

基于对煤炭、电力及电解铝行业发展趋势的基本分析、公司经营及财务状况的风险识别，以及公司在区位优势、产业链布局、经营规模以及技术研发水平等方面素质的综合判断，公司综合抗风险能力很强。

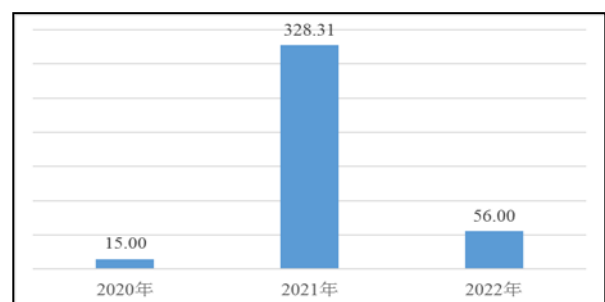
十一. 存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对公司存续债券的保障程度较高，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对测算额度的保障程度较低。公司大规模的债券将于 2021 年到期，存在较大的集中偿付压力。

截至目前，公司及子公司魏桥铝电公开发行的尚需偿还债券本金合计 399.31 亿元。

图 13 公司及子公司魏桥铝电债券到期分布情况

（单位：亿元）



注：附带持有人回售权的债券，所列到期兑付日为首次回售权行权日

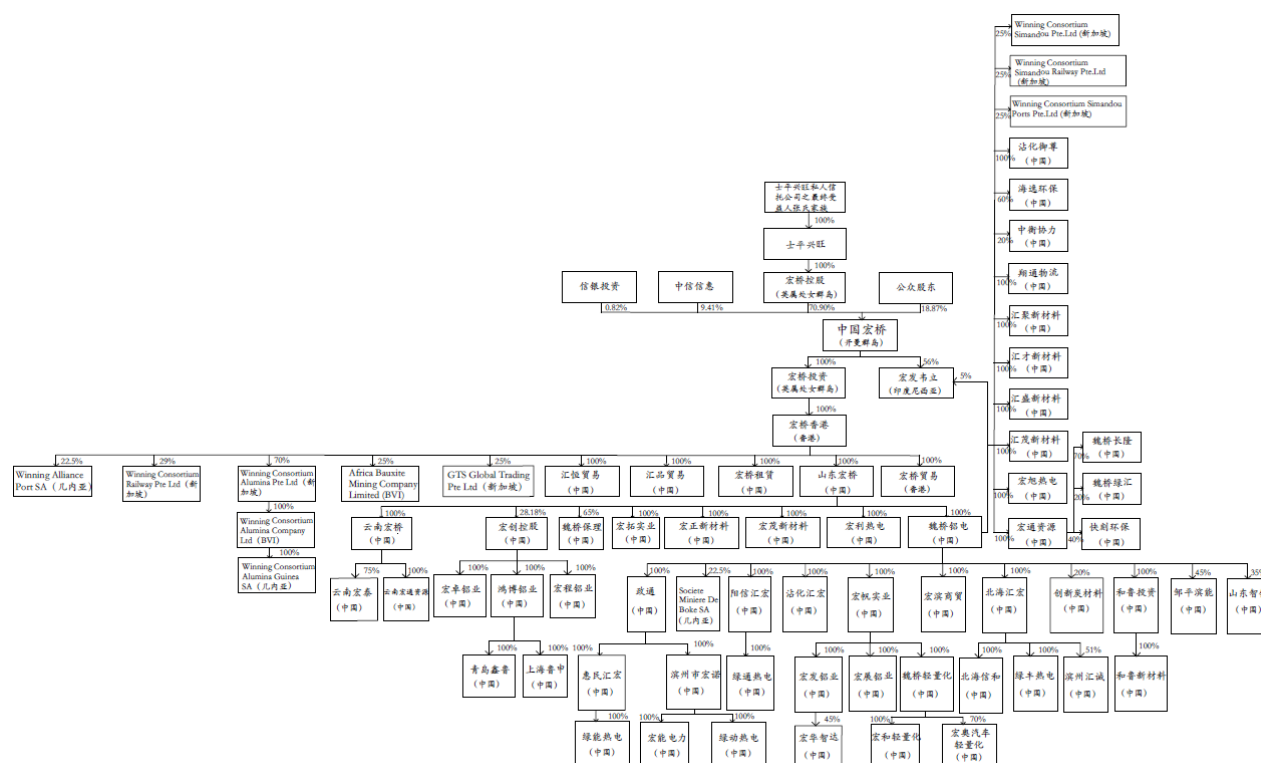
资料来源：Wind

假设附带持有人回售权的债券均在最近行权日行权，公司存续期债券单独年份最高偿还额度合计为 328.31 亿元（以下简称“测算额度”）。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为测算额度的 2.77 倍、2.49 倍和 2.21 倍；公司经营活动现金流量净额分别为测算额度的 0.88 倍、0.35 倍和 0.44 倍；公司 EBITDA 分别为测算额度的 0.53 倍、0.52 倍和 0.56 倍。

十二. 结论

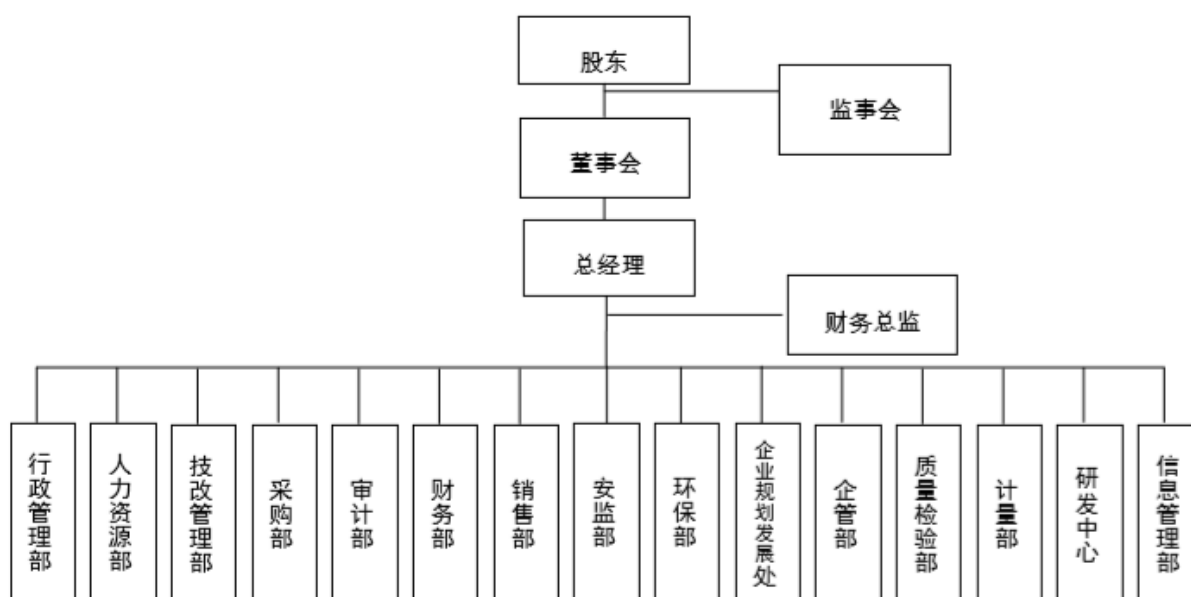
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“18 鲁宏桥 MTN003”“18 鲁宏桥 MTN005”“18 鲁宏桥 MTN006”“18 鲁宏桥 MTN007”“18 鲁宏桥 MTN008”和“19 鲁宏桥 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例
1	山东魏桥铝电有限公司	1300000	100%
2	滨州市政通新型铝材有限公司	620000	100%
3	阳信县汇宏新材料有限公司	100000	100%
4	滨州北海汇宏新材料有限公司	350000	100%
5	滨州市沾化区汇宏新材料有限公司	300000	100%
6	惠民县汇宏新材料有限公司	500000	100%
7	滨州市宏诺新材料有限公司	150000	100%
8	邹平宏发铝业科技有限公司	70000	100%
9	山东宏帆实业有限公司	100000	100%
10	滨州宏展铝业科技有限公司	20000	100%
11	山东宏滨国际商贸有限公司	3000	100%
12	邹平县宏利热电有限公司	370000	100%
13	邹平县宏正新材料科技有限公司	70000	100%
14	邹平县宏茂新材料科技有限公司	150000	100%
15	邹平县宏旭热电有限公司	820000	100%
16	邹平县汇聚新材料科技有限公司	50000	100%
17	邹平县汇才新材料科技有限公司	370000	100%
18	邹平县汇盛新材料科技有限公司	590000	100%
19	邹平县汇茂新材料科技有限公司	550000	100%
20	滨州市北海信和新材料有限公司	210000	100%
21	滨州市宏通资源综合利用有限公司	5000	100%
22	上海和鲁股权投资管理有限公司	5000	100%
23	上海和鲁新材料科技有限公司	5000	100%
24	山东宏拓实业有限公司	10000	100%
25	山东宏创铝业控股股份有限公司	92640	28.18%
26	邹平县宏程铝业科技有限公司	45000	28.18%
27	重庆魏桥金融保理有限公司	50000	65%
28	山东翔通物流有限公司	1000	100%
29	山东魏桥海逸环保科技有限公司	1000	60%
30	滨州市沾化区御尊贸易有限公司	10000	100%
31	滨州市宏能电力科技有限公司	15000	100%
32	滨州绿能热电有限公司	420000	100%
33	滨州绿动热电有限公司	340000	100%
34	滨州绿丰热电有限公司	270000	100%
35	滨州绿通热电有限公司	220000	100%
36	山东魏桥长隆环保科技有限公司	3000	70%
37	滨州鸿博铝业科技有限公司	80000	28.18%
38	青岛鑫鲁环保材料有限公司	6710	28.18%
39	上海鲁申铝材有限公司	3690	28.18%

40	邹平宏卓铝业有限公司	15000	28.18%
41	滨州滨北汇诚再生资源利用有限公司	6000	51.00%
42	云南宏桥新型材料有限公司	100000	100.00%
43	云南宏泰新型材料有限公司	1200000	75.00%
44	山东魏桥轻量化材料有限公司	10000	100.00%
45	山东宏和轻量化科技有限公司	5000	100.00%
46	山东宏奥汽车轻量化科技有限公司	3000	70%
47	云南宏通资源综合利用有限公司	3000	100%

资料来源：公司财务报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	339.44	561.82	517.61	474.97
资产总额（亿元）	1520.26	1681.79	1687.85	1692.62
所有者权益合计（亿元）	509.67	549.69	598.31	610.91
短期债务（亿元）	242.25	237.52	305.86	474.87
长期债务（亿元）	480.72	584.70	437.08	292.32
全部债务（亿元）	722.98	822.23	742.95	767.19
营业收入（亿元）	973.76	886.11	838.16	193.65
利润总额（亿元）	60.67	56.88	68.31	13.97
EBITDA（亿元）	173.67	169.88	184.63	--
经营性净现金流（亿元）	287.48	115.89	143.24	-30.83
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.01	5.38	4.16	--
存货周转次数（次）	4.97	4.20	3.24	--
总资产周转次数（次）	0.68	0.55	0.50	--
现金收入比（%）	92.29	90.53	85.58	89.54
营业利润率（%）	16.79	16.68	20.07	16.55
总资本收益率（%）	6.35	5.79	7.15	--
净资产收益率（%）	8.06	6.61	8.25	--
长期债务资本化比率（%）	48.54	51.54	42.21	32.36
全部债务资本化比率（%）	58.65	59.93	55.39	55.67
资产负债率（%）	66.47	67.32	64.55	63.91
流动比率（%）	107.34	166.23	142.73	122.05
速动比率（%）	78.09	130.27	109.22	92.69
经营现金流动负债比（%）	54.90	21.53	22.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.62	3.95	3.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.16	4.84	4.02	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产剔除受限货币资金；长期应付款中有息部分计入公司长期债务

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	/	/	/	/
资产总额（亿元）	504.63	598.94	628.72	663.57
所有者权益合计（亿元）	148.40	151.47	156.49	156.50
短期债务（亿元）	107.38	97.66	67.34	165.61
长期债务（亿元）	215.80	263.64	226.82	144.24
全部债务（亿元）	323.18	361.30	294.16	309.85
营业收入（亿元）	59.77	179.84	185.80	74.10
利润总额（亿元）	3.85	3.14	5.01	0.01
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	1.61	39.41	37.56	33.66
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.81	5.24	4.51	--
存货周转次数（次）	6.47	12.01	4.79	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.33	0.30	--
现金收入比（%）	116.76	116.40	113.01	101.79
营业利润率（%）	1.05	5.08	7.83	6.39
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.60	2.07	3.20	--
长期债务资本化比率（%）	59.25	63.51	59.17	47.96
全部债务资本化比率（%）	68.53	70.46	65.28	66.44
资产负债率（%）	70.59	74.71	75.11	76.42
流动比率（%）	189.87	198.26	156.30	129.49
速动比率（%）	184.06	187.26	135.42	113.63
经营现金流动负债比（%）	1.15	21.44	15.31	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2020 年一季度财务报表未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	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 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据 + 其他流动负债中有息部分

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中有息部分

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变