

山东魏桥铝电有限公司

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪企评[2016]020128】

评级对象: 山东魏桥铝电有限公司

信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2016年6月21日

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	41.91	49.04	64.81	181.54
刚性债务	95.37	91.84	176.87	268.76
所有者权益	265.58	289.30	312.54	317.19
经营性现金净流入量	23.54	66.03	41.27	6.15
合并数据及指标:				
总资产	521.12	698.27	956.09	1071.67
总负债	239.65	382.46	595.92	700.30
刚性债务	104.99	128.74	213.63	305.97
所有者权益	281.47	315.81	360.17	371.37
营业收入	269.36	325.42	420.48	112.08
净利润	45.38	47.94	44.36	11.16
经营性现金净流入量	22.78	66.79	58.50	15.89
EBITDA	83.67	98.93	115.44	—
资产负债率[%]	45.99	54.77	62.33	65.35
权益资本与刚性债务 比率[%]	268.09	245.31	168.59	121.37
流动比率[%]	86.17	62.37	96.05	111.53
现金比率[%]	34.10	23.57	42.86	68.09
利息保障倍数[倍]	8.96	6.22	3.92	—
净资产收益率[%]	18.50	16.05	13.12	—
经营性现金净流入量与负 债总额比率[%]	12.67	21.47	11.96	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-61.00	-12.40	-24.18	—
EBITDA/利息支出[倍]	11.24	8.44	6.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.18	0.85	0.67	—

注: 根据魏桥铝电经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com
周文哲 zww@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **规模优势。**魏桥铝电是我国最大的铝生产企业之一,且产能集中在滨州地区,规模优势明显。
- **产业集群优势。**魏桥铝电所处的滨州地区拥有完善的铝产业集群,下游需求旺盛。公司产品主要销往当地,有利于毛利率较高的液体铝合金的销售,且仓储物流费用低。
- **成本优势。**魏桥铝电电力自给率较高,且外购电力成本相对较低,氧化铝采购享有一定的价格优惠,吨铝生产成本远低于行业平均水平。随着电力自给率的提高,公司成本优势将进一步发挥。
- **股东支持。**魏桥铝电在其股东体系中占据核心地位,获得了股东在资本金注入、资金周转及外部融资等多方面的大力支持。

➤ 主要劣势/风险:

- **成本优势弱化风险。**未来几年,随着电力改革的推进,公司电力成本优势或将弱化。
- **产能快速扩张风险。**近年来,魏桥铝电大规模扩充产能,债务规模迅速扩大,且仍面临较大后续资本性支出压力。在当前经济环境下,经营及财务风险上升。
- **债务大幅扩张风险。**2015 年以来,魏桥铝电刚性债务规模快速攀升,综合融资成本较高,公司面临较大的还本付息压力。
- **铝价波动风险。**受产能过快增长和下游需求增速放缓等影响,原铝价格持续低位徘徊。魏桥铝电产品结构相对单一,原铝价格波动对其盈利能力造成一定影响。
- **铝土矿进口限制风险。**我国铝土矿资源贫乏,进口依存度很高。国外政府对铝土矿出口的限制将对我国铝生产企业造成较大影响。
- **客户集中度高。**魏桥铝电客户集中度高,且销

售区域集中在滨州地区，存在较大的客户和区域集中风险。

➤ 未来展望

通过对魏桥铝电主要信用风险要素的分析，本评级机构认为公司具有很强的债务偿付能力，违约风险很低，并给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《有色金属行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

山东魏桥铝电有限公司

信用评级报告

一、概况

该公司原名为滨州魏桥热电有限公司，成立于 2002 年 12 月 25 日，初始注册资本 2 亿元，其中山东魏桥创业集团有限公司（简称“魏桥创业”）持股 55.00%。2006 年 5 月，魏桥创业向公司增资 18 亿元，公司注册资本变更为 20 亿元，魏桥创业持股比例上升至 95.50%。同期，公司更名为现名。2006 年 6 月，公司原所有股东将其持有公司的股权全部转让给山东宏桥新型材料有限公司（简称“山东宏桥”），至此山东宏桥成为公司唯一的股东。公司间接控股股东中国宏桥集团有限公司（简称“中国宏桥”，1378.HK）成立于 2010 年 2 月，并于 2011 年 3 月在香港联合交易所有限公司主板上市，间接持有公司 100% 的股权。经股东多次增资，截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 130 亿元。虽历经两次控股股东变更，但公司实际控制人保持为张士平先生。

该公司主要从事铝产品的生产及销售，主导产品为液态铝合金。公司核心业务主要由本部运营，子公司业务规模相对较小。截至 2015 年末，公司合并范围内子公司共有 11 家，主要经营主体及概况见附录三。截至 2016 年 3 月末，公司拥有 8,730MW 的装机容量及年产 490.60 万吨铝产品的生产能力。

二、宏观经济和政策环境

当前我国经济发展的外部环境仍较复杂，国内面临经济驱动力转变和经济结构转型升级等挑战，不确定因素较多，今年仍将保持较大的下行压力。在刚性兑付不断打破下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势。

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体

稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速的增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、

煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

三、公司所处行业及区域经济环境

受工业化和城市化的推动，近年来我国电解铝行业快速发展，产能过剩局面凸显。高弹性需求与低弹性供给产生潜在的供需不平衡，形成了我国铝价格波动性强、周期性明显的特点。2015 年以来铝价呈波动下降态势。

铝是仅次于钢铁的第二大金属消费材料，在各国国民经济中发挥着越来越重要的作用，成为工业发展和经济增长的重要资源之一。数据表明，20 世纪经历了工业化进程的发达国家，其经济发展基本上与铝消费保持同步。21 世纪，包括我国、印度等在内的发展中国家陆续进入工业化过程，以制造业为主的第二产业迅速发展，铝的需求量也呈现出快速增长之势。

国内电解铝消费前三大行业依次是建筑、交通运输和电力电子，这三个行业铝消费合计占比 60% 以上。随着快速工业化和城市化对铝需求的推动，近年来我国电解铝行业快速增长。自 2005 年以来，我国电解铝产量一直位居世界第一，并成为全球最大的铝消费国。前期的产能过快增长在下游需求增速放缓的背景下，使得我国电解铝行业产能过剩日益严重，2014 年产能利用率低于 70%。至 2015 年 11 月末，我国电解铝产能超过 3,800 万吨，产能在成本压力下继续扩张，2015 年我国电解铝产

量为 3,141.31 万吨，同比增长 8.43%。2016 年 1-4 月，我国电解铝产量为 994.00 万吨，同比下降 1.70%。

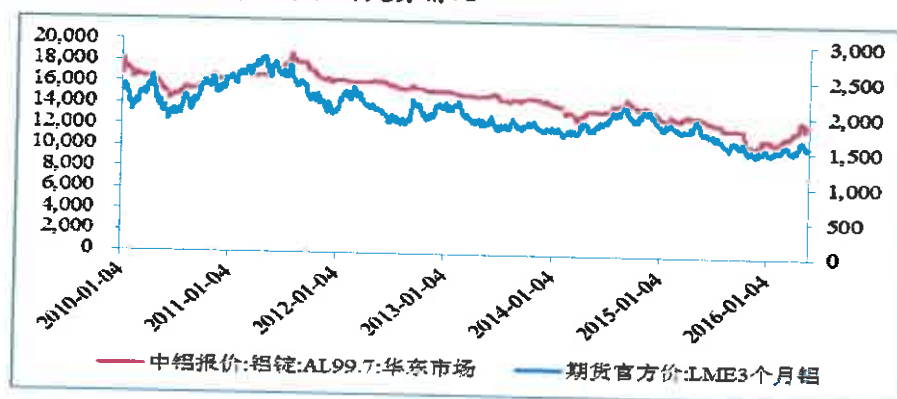
图表 1. 2007 年以来我国电解铝产量及增长情况 (单位: 万吨、%)



资料来源: Wind 资讯; 左轴为电解铝产量, 右轴为产量同比增速

在低弹性供给和高弹性需求导致的供求不平衡影响下, 加之金属衍生商品的性质, 铝的价格存在极强的周期性和波动性。2011 年下半年以来, 受欧债危机恶化以及我国经济增长持续放缓等影响, 房地产、交通运输、机械制造等铝消费行业需求低迷, 导致电解铝价格持续走低。2013-2015 年, 我国铝现货年均价格分别为 14,556 元/吨、13,473 元/吨和 12,068 元/吨, 同比分别下降 7.1%、7.44%和 10.43%, 国际市场 LME 三月期铝均价分别为 1,888 美元/吨、1,894 美元/吨和 1,680 美元/吨, 同比分别下降 7.9%、增加 0.32%和下降 11.30%。2014 年 LME 三月期铝均价同比小幅增长, 主要系上年价格基数较低所致。受产能去化效果不明显、下游需求增长乏力等因素影响, 2015 年国内电解铝市场继续呈现供过于求的局面, 预计未来一段时期内, 电解铝价格仍将维持低位。

图表 2. 2010 年以来铝价走势情况



资料来源: Wind 资讯; 其中左轴对应中铝报价, 单位为元/吨, 右轴对应期货官方价, 单位为美元/吨。

近年来, 我国政府为调整电解铝行业结构、淘汰落后产能以及提高行业集中度和技术水平, 连续出台了一系列产业调整政策。这些政策鼓

励大中型铝企业的有序发展，有助于提高行业内大型企业的综合竞争实力，促进电解铝产品的供需平衡和电解铝行业的长远发展。

2013 年 7 月，工信部修订出台了《铝行业规范条件》，从产品质量、环境保护、能耗和综合利用、工艺装备、布局 and 外部条件、安全卫生和社会责任等方面，对现有企业和新建项目提出了标准，引导企业依法依规生产经营。

2013 年 10 月国务院制定了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发[2013]41 号），其中在电解铝方面计划：2015 年底前淘汰 16 万安培以下预焙槽，对吨铝液电解交流电耗大于 13,700 千瓦时，以及 2015 年底后达不到规范条件的产能，用电价格在标准价格基础上上浮 10%；严禁各地自行出台优惠电价措施，采取综合措施推动缺乏电价优势的产能逐步退出，有序向具有能源竞争优势特别是水电丰富地区转移；支持电解铝企业与电力企业签订直购电长期合同，推广交通车辆轻量化用铝材产品的开发和应用；鼓励国内企业在境外能源丰富地区建设电解铝生产基地。

2013 年 12 月，国家发改委、工信部等相关部门出台了《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》（发改价格[2013]2530 号），决定自 2014 年 1 月 1 日起根据电解铝企业上年用电实际水平，分档确定电价。铝液电解交流电耗不高于每吨 13,700 千瓦时的，执行正常的电价；高于每吨 13,700 千瓦时但不高于 13,800 千瓦时的，电价每千瓦时加价 0.02 元；高于每吨 13,800 千瓦时的，电价每千瓦时加价 0.08 元。

2014 年 4 月，工信部公告第一批 36 家（共计 40 个项目）符合《铝行业规范条件》的企业名单，其中铝土矿项目 5 个，产能 1,720 万吨，约占全国的 46%；氧化铝项目 8 个，产能 1,550 万吨，约占全国的 29%；电解铝项目 26 个，产能 955 万吨，约占全国的 30%；再生铝项目 1 个，产能 10 万吨，约占全国的 2%。

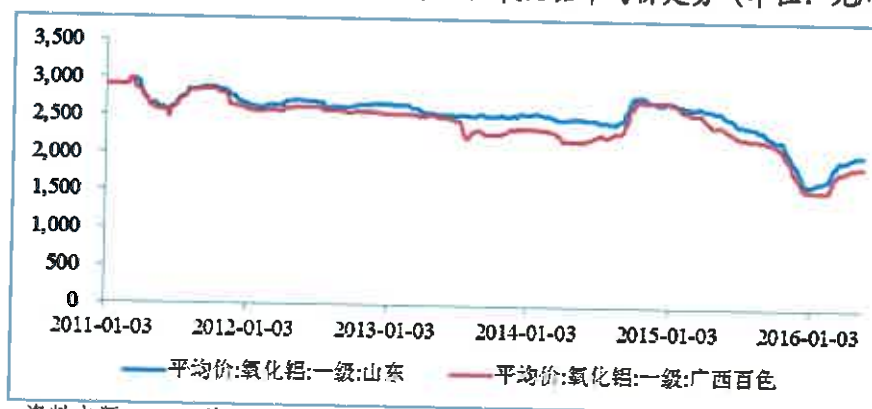
2015 年 1 月，工信部公告第二批 49 家（共计 51 个项目）符合《铝行业规范条件》企业名单。其中铝土矿项目 2 个，产能 170 万吨；氧化铝项目 5 个，产能 2,080 万吨；电解铝项目 37 个，产能 1,999 万吨；再生铝项目 7 个，产能 119 万吨。在 37 个电解铝项目中，魏桥铝电 237 万吨、滨州政通 24 万吨、滨州滨北 66 万吨及山东宏桥 75 万吨电解铝产能均符合《铝行业规范条件》，纳入工信部规范生产经营行为的合理企业范围。

2015 年 12 月 10 日,中国有色金属工业协会与国内 14 家骨干电解铝企业在昆明召开减产收储商讨会议,参会企业合计产能占全国的四分之三以上。会议通告显示,2015 年以来国内电解铝行业已开始实施弹性减产,累计缩减产能 441 万吨/年,全年计划缩减产能 491 万吨/年。除承诺减产外,参会企业还承诺新建产能 1 年内不投产。

氧化铝和电力为电解铝生产的主要成本。铝土矿作为氧化铝的主要生产原料目前供应充足,2015 年以来氧化铝价格有所下跌,电价的波动构成了电解铝行业盈利的关键。2013 年以来政府通过上调电价、取消补贴等方式调整产能,但由于铝价持续下跌导致大量铝企业亏损,2015 年用电补贴有重返迹象,行业去产能较为困难。

氧化铝是生产电解铝的主要原材料,1 吨电解铝大概需要 2 吨氧化铝,而氧化铝的主要生产原材料是铝土矿。2014 年以前我国主要从印尼进口铝土矿,自 2014 年 1 月 12 日印尼禁止铝土矿原矿出口以来,马来西亚与澳大利亚成为我国最主要的铝土矿供应国。根据海关公布数据显示,2015 年我国铝土矿进口量为 5,582.32 万吨,较上年增长 53.86%,其中从马来西亚进口 2,398.91 万吨,占总进口量的 42.97%;从澳大利亚进口铝土矿 1,958.12 万吨,占总进口量的 35.08%。整体看,铝土矿供给未受印尼限矿政策的不利影响,氧化铝供应充足,2015 年以来广西、山东地区氧化铝价格持续下跌,2016 年 1-4 月价格回升 300-400 元/吨。

图表 3. 2010 年以来广西、山东地区氧化铝平均价走势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯

电解铝行业属于高耗能行业,能源成本占电解铝生产成本的 35%-50%左右,电力的消耗和电价的差异是影响电解铝行业成本控制和盈利能力的关键性因素。电解铝行业平均吨铝耗电量达 1.40 万度,电价每上调 1 分钱,吨铝生产成本增加 140 元。出于解决产能过剩需要,自 2013 年起我国政府出台了一系列产业调整政策,包括提升电价以淘汰落

后电解铝生产设备。2014 年，国家发改委与工信部开始上调电解铝企业用电价格，取消地方政府电价补贴，逐步淘汰单位电耗 1.3 万千瓦时以上的电解铝生产设备。受此影响，国内新建产能开始向能源价格较低的区域聚集，同时大量电解铝企业开始新建自备电厂。2015 年，国内新增电解铝产能集中在新疆、山东两省。其中新疆省电力价格较低，约为 0.15 元/千瓦时，山东宏桥新型材料有限公司（简称“山东宏桥”）拥有完全脱网运营的自备电厂，自产电价约为 0.19 元/千瓦时。除上述区域外，其余电解铝企业电力成本约为 0.29 元/千瓦小时左右。

一般认为，生产成本在 1.3 万元/吨的情况下，电解铝企业为支付必要的运作成本和融资成本，铝价需维持在 1.4 万元/吨以上。2011 年以来，产能扩张和下游需求不振导致铝价持续下跌，2014 年起大部分时间低于 1.4 万元，造成电解铝企业持续亏损。2015 年上半年，国内大型冶炼企业减少出货，维持了铝价的基本稳定，但下半年开始铝价加速下跌，几乎低于所有生产企业的可承受价格。

由于电解铝企业国有背景占比较高，且可解决大量当地就业，地方政府在 2015 年逐步开始恢复补贴，维持当地电解铝企业正常运作。如甘肃连城已出台相关政策，计划将电解铝企业电价调降至 0.25 元/千瓦时，预计可将当地企业的生产成本维持在 1.0 万元/吨左右，适应目前的市场价格。但在补贴政策下，产能缩减无法实现，电解铝产能严重过剩、供大于求的现状使得铝价格难以回升，依靠补贴维持电解铝企业正常运作的可持续性存疑。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为民营企业，实际控制人为张士平先生。

该公司为民营企业，控股股东为山东宏桥，间接控股股东是中国宏桥，实际控制人为张士平先生。公司产权状况详见附录一。

（二）公司法人治理结构

该公司为实际控制人旗下铝电板块核心运营主体，获得股东大力支持。公司根据公司法设置了法人治理结构，近年高管团队基本保持稳定。公司与关联方之间存在一定的关联交易，以供销往来和资金拆借为主。

该公司实际控制人张士平先生旗下产业主要包括纺织和铝业两大板块，公司是铝业板块的核心运营主体，获得了股东的大力支持。2012年和2013年公司分别获得股东增资50亿元和30亿元，资本实力明显提升。

该公司根据《公司法》及相关法律法规，结合自身实际情况制定了公司章程。股东为公司出资人，公司设董事会，董事由股东决定，成员为5人，其中董事长1人。公司设监事会，由3名监事组成。公司高级管理人员普遍具有多年相关行业的从业经历，经营管理经验较丰富，能满足公司日常管理需求。近年来公司高级管理层基本保持稳定，有利于公司经营战略和业务发展的连续性。

该公司与山东宏桥及其他关联公司之间在日常经营方面存在一定的关联交易，交易价格以市场价为基础协商确定。其中，关联采购主要为向滨州魏桥铝业科技有限公司（受魏桥创业集团有限公司控制，简称“铝业科技”）采购阳极炭块、向宏桥国际贸易有限公司（简称“宏桥贸易”）采购铝矾土以及向同受中国宏桥控制的山东宏桥采购电力和铝矾土等。2013-2015年公司向关联方采购和接受劳务之成本合计分别为64.35亿元、72.46亿元和61.94亿元。公司关联销售主要系向山东宏桥销售其所需的原材料、电力及配件等，向宏发韦立氧化铝公司（简称“宏发韦立”）销售氢氧化铝和基建材料以及向滨州魏桥科技工业园有限公司（受魏桥纺织股份有限公司控制）销售蒸汽等。2013-2015年公司向关联方销售货物和提供劳务之收入合计分别为40.14亿元、23.29亿元和26.02亿元。

因关联购销交易的发生，该公司与关联方之间保持了一定的应收应付款项。2015年末公司其他应收关联方款项为42.49亿元，包括山东宏桥、山东宏桥融资租赁有限公司（简称“宏桥租赁”）、宏桥韦立和宏桥贸易；应收关联方票据为8.86亿元，对象为山东宏桥；应付宏桥贸易账款6.18亿元；其他应付款75.24亿元，主要对象为中国宏桥和山东宏桥。此外，公司还能得到股东及其关联方在资金、担保等方面的大力支持。2013-2015年公司向山东宏桥等关联企业分别借入资金54.44亿元、195.08亿元和75.18亿元，年末拆借资金余额分别为54.50亿元、152.70亿元和227.74亿元。

2014年，该公司子公司北海汇宏和惠民汇宏以粉煤灰设备、铝业机械设备、电厂设备等与宏桥租赁签订售后回租协议，融入资金27.17亿元，期限在1-5年之间，租赁利率在6.40-8.30%之间。

关联担保方面，2015 年末山东宏桥为公司提供的借款担保为 49.17 亿元，公司无其他关联担保。

（三）公司管理水平

该公司设置了多个职能部门基本满足日常经营管理需要。公司建立了较为完善的内控制度，对各项业务实行制度化管理。

该公司根据自身经营管理需要，不断优化机构布局，合理配置资源。目前，公司设立了适应自身业务，效率较高的各职能部门，在展开业务时既能保持应有的独立性，又能保持协调的顺畅。公司组织架构图见附录二。同时，公司建立了较为完善的内部管理制度，对各项业务实行制度化管理。

在原材料采购管理方面，该公司制定了《原料采购管理制度》，在原材料采购数额及供货商选择等方面制定了严格的管理制度。公司在综合考察供货方的经营资格、经济实力、设备情况、供货能力等方面之后再选择与供应方合作；实施采购时采用按照生产部门提报的用料计划，从适合公司质量要求的供货方中组织采购的采购原则；当发生供货质量问题时，采取较严格的处理流程并视情况取消供货商资格并且按照严格的流程考核新增供货商，保障供货质量和供应链的健康发展。

在安全生产管理方面，该公司严格执行《安全生产法》法律法规的有关规定，同时根据自身的生产特点，制订了岗位责任制、安全监督、安全考核等一系列行之有效的安全管理规章和制度，并在生产经营中严格贯彻执行。在公司安全生产管理规章制度汇编中涵盖了安全生产奖惩、安全生产检查、隐患排查治理、劳动防护用品配备和管理、事故应急救援预案管理、事故报告和调查处理、生产投入及安全生产费用提取、重大危险源检测、监控管理、“三同时”管理制度、设备管理和检修等十六项内容，同时要求各单位根据自身行业特点，按照国家和地方政府的相关要求，进一步细化和完善相关的安全管理制度，并在工作中严格执行。

在销售管理方面，该公司加强对子公司的集中管理，由本部统一制定销售政策（包括价格参考基准、各类客户及产品让利范围、结算方式、付款方式等）、统一签订销售合同，各业务处销售人员在部门总经理组织下开拓市场。所有产品的运输须遵守公司招投标制定。此外，公司还制定并执行客户信用度评估制度。

在关联交易方面，该公司制定了《关联交易管理制度》，以加强公司的关联交易管理，保证关联交易的公允、公平。公司明确以市场价格为主旨的关联交易定价原则和关联交易定价方法。同时，公司将进一步完善关联交易制度，更有效地规范关联交易。在处理与关联方之间的关联交易时，不得损害全体股东特别是中小股东的合法权益。此外，公司将进一步加强产业结构的优化，调整公司的经营业务，努力减少关联交易。

（四）公司经营状况

该公司是我国最大的铝产品生产商之一，生产基地集中在滨州地区。近三年公司产能不断扩张，铝产品产销量逐年增长。在行业产能过剩与铝价不断下跌的背景下，依托于集群效应和自供电力，公司有效控制成本并实现盈利。未来公司将继续扩充产能，进一步发挥规模优势。

该公司主要从事铝产品的生产和销售，主导产品为液态铝合金。近年来，公司不断扩充铝产能，产品产销量逐年增长，尤其 2013 年新增产能释放后产销量明显增加。2013-2015 年，公司营业收入分别为 269.36 亿元、325.42 亿元和 420.48 亿元。从收入结构来看，液态铝合金销售收入是公司营业收入的主要来源，2013-2015 年收入占比分别达到 65.48%、77.93%和 83.23%。公司其他业务为原材料、残级、煤灰、电力等销售，销售对象主要为母公司山东宏桥和铝业科技。2016 年第一季度，公司实现营业收入 112.08 亿元，同比增长 8.29%。

图表 4. 2013-2015 年公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2013 年度		2014 年度		2015 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
液态铝合金	176.37	28.37	253.59	24.37	349.95	20.10
铝合金锭	41.64	24.77	24.81	13.81	16.94	15.64
铝母线	0.22	19.66	0.08	12.85	0.01	24.33
深加工产品	7.30	13.87	21.74	24.03	20.31	-3.60
蒸汽	1.77	36.81	1.36	45.46	0.56	49.01
其他业务	42.07	14.12	23.85	25.74	32.71	22.76
合计	269.36	25.25	325.42	23.73	420.48	19.02

注：根据魏桥铝电提供的数据整理

1. 铝产品生产

该公司是我国最大的铝产品生产商之一，具有一定的规模优势。公司拥有邹平、魏桥、滨州、惠民、阳信、北海及沾化七个主要生产基地，

并以邹平生产基地为主。在氧化铝产能方面，2015 年末邹平、北海和沾化生产基地产能分别为 300 万吨、200 万吨和 150 万吨，其中沾化生产基地于 2015 年末投产。至 2016 年 3 月末公司氧化铝总产能增至 700 万吨，其中沾化基地新增 50 万吨。在电解铝产能方面，近年来，邹平生产基地产能不断扩张，2015 年末年产能达 214 万吨；魏桥生产基地年产能保持在 25.60 万吨；滨州生产基地 2015 年年产能增至 88 万吨，较上年末增加 16 万吨产能；惠民生产基地于 2013 年逐步投产，2013-2015 年产能分别为 30 万吨、40 万吨和 60 万吨。此外，公司阳信和北海生产基地 2014 年亦逐步投产，至 2015 年底产能分别为 45 万吨和 32 万吨。2016 年第一季度，邹平、滨州、北海三大生产基地分别新增 10 万吨、8 万吨、8 万吨，电解铝总产能增至 490.60 万吨。未来三年内公司产能仍将继续扩张。

图表 5. 近年来公司各大基地电解铝产能情况（单位：万吨）

生产基地	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 3 月末
邹平	162	188	214	224
魏桥	25.60	25.60	25.60	25.60
滨州	24	72	88	96
惠民	30	40	60	60
阳信	—	15	45	45
北海	—	8	32	40
合计	241.60	348.60	464.60	490.60

资料来源：魏桥铝电

2014 年 12 月，该公司子公司滨州政通以现金 18.96 亿元向独立第三方山东滨北新材料有限公司收购滨州滨北 100% 股权，以扩大铝产品业务、提高现有自供电比率。滨州滨北主要从事铝矾土贸易、铝锭、铝板和铝制品等生产销售，截至 2016 年 3 月末，其拥有 72 万吨/年的铝产品产能及装机容量 1860MW 的发电机组，目前无在建产能。

随着产能的扩充，该公司铝产品产量逐年较快增长。受益于滨州地区铝产业的集群效应，公司铝产品以液态铝合金为主，2013-2015 年及 2016 年第一季度液态铝合金产量占比分别达到 79.13%、85.05%、89.06% 和 88.69%。同时，公司生产一定的铝深加工产品，目前以热轧、冷轧产品为主。公司采取“以销定产”的策略，产能利用率保持在较高水平。未来几年，公司将主要扩大铝深加工产能，至 2016 年 3 月末，公司铝深加工产能达 79 万吨。

图表 6. 公司近年来主要产品产量情况 (单位: 万吨)

主导产品	项目名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
液态铝合金	产量	151.24	240.05	364.23	108.41
铝合金锭	产量	32.52	20.76	18.98	5.58
铝母线	产量	0.66	2.69	6.15	2.14
深加工产品	产量	6.72	18.75	19.61	6.11
合计	总产量	191.14	282.25	408.97	122.24
加权平均产能 (吨)		184.13	273.72	400.12	-
产能利用率 (%)		100.16	96.26	97.31	-

资料来源: 魏桥铝电; 产能利用率=(液态铝合金产量+铝合金锭产量+铝母线产量)/加权平均产能

铝生产所需原燃料主要为氧化铝、电力和阳极炭块, 由于铝产品属于国际大宗商品, 价格统一性强, 因而生产成本的控制是企业获得竞争优势的最主要因素。公司氧化铝采购享有价格优惠, 电力自给率较高, 吨铝生产成本远低于行业平均水平, 且在近两年煤炭价格下跌背景下, 公司吨铝生产成本进一步降低。2015 年, 公司氧化铝成本有所上升, 主要由于前期从印尼进口的铝土矿已全部用于生产, 而从马来西亚进口的铝土矿成本较高且品位劣于印尼进口铝土矿, 导致对电、气等的消耗增加所致。但受益于电力成本的下降, 公司吨铝生产成本降至 8,243.13 元/吨, 远低于行业 10,051 元/吨左右的平均水平。2016 年第一季度, 受益于氧化铝价格的下降以及自供电力比例持续上升, 公司吨铝生产成本进一步降至 7,637.11 元/吨。

图表 7. 近年来公司吨铝生产成本构成情况 (单位: 元)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
氧化铝	3,419.86	3,360.30	3,540.85	3,326.22
阳极炭块	1,273.34	1,239.49	1,154.44	1,049.98
电力 (外购+自产)	3,079.03	2,949.82	2,471.31	2,254.29
其他	1,077.08	1,086.90	1,076.53	1,006.62
合计	8,849.31	8,636.51	8,243.13	7,637.11

资料来源: 魏桥铝电

在生产设备方面, 该公司使用 240KA-600KA 四端进电大型预焙槽系列, 电流效率可达 96%左右, 生产设备及工艺较为先进。2015 年公司吨铝电力和氧化铝单耗分别为 13,463 度和 1.917 吨(上述两者行业平均水平分别为 13,562 度和 1.916 吨)。另外, 公司采用预焙阳极槽线生产液态铝, 通过净化系统将废气净化并回收, 废气排放达到环保要求。

2. 原燃料供应

在氧化铝采购方面,该公司主要向滨州高新铝电股份有限公司¹(简称“高新铝电”)、山东宏桥和滨州市北海信和新材料有限公司采购,2015年高新铝电和山东宏桥氧化铝供应量占比分别为66.14%和4.69%。公司与高新铝电签订了长期供货协议,保证了氧化铝供应的稳定,加之公司自行提货、年采购量超过100万吨且一直保持4亿元的预付账款,公司可获得一定的价格优惠,但结算则采取现款现货方式,2015年,公司氧化铝采购均价为1,894.08元/吨²,较上年均价有所上升,主要系部分氧化铝生产线尚处调试期所致。为进一步扩大氧化铝供货渠道,公司还自建了粉煤灰综合利用项目并于2015年投资2亿美元用于几内亚铝土矿开采,截至2015年末氧化铝年产能650万吨,2013-2015年氧化铝产量分别为289.71万吨、361.63万吨和498.11万吨。

图表 8. 公司近三年主要原燃料采购情况

	采购量(万吨、亿度)				平均价格(元/吨、元/度)			
	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
氧化铝(包括自产)	462.22	562.02	855.84	256.79	1,832	1,784	1,839.30	1,717.65
阳极炭块	126.67	160.28	226.22	65.26	2,678	2,399	2,291.03	2,081.02
电力	289.85	364.34	538.50	161.69	-	-	-	-
其中:外购电力	109.74	137.46	111.30	27.89	0.29	0.29	0.28	0.24

资料来源:魏桥铝电

在电力采购方面,该公司拥有自备热电厂,并建立了稳定的输电网络。近年来,随着铝产能的扩充,公司加大了自备电厂的投入力度,电力产能逐步提升。2013-2015年及2016年第一季度公司发电量分别为180.11亿度、226.87亿度、427.20亿度和133.80亿度,电力自给率分别为62.14%、62.27%、79.33%和82.75%,2015年自发电平均成本约为0.1578元/度。目前,公司自备热电厂由12*135MW、21*330MW和3*60MW抽凝式发电机组以及36套高效煤粉锅炉组成,此外还有14*330MW和6*60MW自备热电厂在建,计划总投资162亿元,截至2016年3月末已投资112.58亿元,预计将于2017年全部投产,未来电力自给率有望进一步提升。

¹ 高新铝电注册资本为7亿元,实际控制人为邹平经济开发区机关工会委员会,该委员会为邹平县级机构,主要负责管理开发区内经济和社会事务。

² 2015年该公司自产氧化铝平均成本为1799.96元/吨,外购氧化铝平均价格为1894.08元/吨。

图表 9. 公司近年来发电主要指标情况

	2013 年	2014 年	2015 年
装机容量（万千瓦）	306	525	801
发电量（亿度）	180.11	226.87	427.20
电力自给率（%）	62.14	62.27	79.33
设备平均利用小时	6,608	6,812	6,537
供电标准煤耗（克/千瓦时）	352	355	351

资料来源：魏桥铝电

对于电力生产所需的煤炭采购，该公司与多家经销商采取长期合作方式，2013-2015 年及 2016 年第一季度煤炭采购量分别约 817 万吨、904 万吨、1,649.29 万吨和 673.52 万吨，结算方式主要为货到付款。公司煤炭采购价格为市场价，2013-2015 年及 2016 年第一季度煤炭采购均价（不含税价）分别为 465.49 元/吨、372.48 元/吨、276.86 元/吨和 265.84 元/吨。

除自给和山东宏桥供应电力外，该公司其余电力全部从高新铝电购入。2008 年 6 月，公司与高新铝电签订了长期供电协议，规定基准价为 0.29 元/度（不含税），若煤价波动超过 20%，则双方应根据结算期内煤炭价格的波动对基准价格进行调整。根据该协议，高新铝电负责建设供电专线连接到公司的用电网络，供电专线的费用则由公司承担。

在阳极炭块采购方面，该公司一般通过供货商竞价投标方式进行，并定期举办现场招标并对供货商进行网上招标，供应商主要是当地的炭素加工厂等。阳极炭块市场供应相对充足，供应商较稳定，采购价格主要参考市场价。公司与供应商主要采取货到付款的支付方式，2015 年采购均价为 2,291.03 元/吨，较上年减少约 100 元/吨。

3. 铝产品销售

该公司地处的滨州地区是我国主要的铝产业生产基地之一，当地下游铝型材制造商数量较多，铝产业集群较为完善。公司客户主要集中在周边 50 公里范围内，便于采取液态铝的销售模式。这种销售模式节约了公司的铸造成本、客户的重熔成本、双方的存储成本以及运输费用。公司液态铝合金客户集中度高，2013-2015 年第一大客户占液态铝合金销售收入的比例分别达到 41.10%、44.28%和 30.48%，2015 年前五大客户销售收入占比为 57%，客户集中度有所降低。公司铝合金锭以销往山东、江苏和广东为主，铝母线产量较小，主要用于铝熔炼炉的部件。近三年铝产品价格呈持续下滑趋势，对公司盈利构成了较大的不利影响。

图表 10. 2013 年以来公司铝产品销售情况

	销量 (万吨)				平均价格 (万元/吨)			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
液态铝合金	144.61	222.04	343.30	101.05	1.22	1.14	1.02	0.94
铝合金锭	33.62	22.09	16.21	4.70	1.24	1.12	1.04	0.93
铝母线	0.16	0.06	0.0027	0.0146	1.33	1.27	1.16	1.06
铸轧产品	5.34	16.93	16.73	4.32	1.37	1.28	1.21	1.12
合计	183.73	261.12	376.24	110.09	-	-	-	-

资料来源：魏桥铝电

该公司通常与客户签订长期销售框架协议，协议包括产品质量、定价、结算、付款及月度或年度计划销售量的条款。一般情况下，客户每月向公司下发采购订单，但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，销售框架协议多数为期一至三年。公司与客户主要采取预收款的结算方式，要求客户预先支付不高于 30% 的订金。

1. 业务规划

近年来，该公司为降低用电成本、增加产品附加值，持续扩大自备热电厂的建设规模并兴建铝深加工项目。其中：（1）公司在建的 14 台 330MW 的自备热电厂和 4 台 60MW 供热中心项目，该项目预计总投资 162 亿元，截至 2016 年 3 月末已投资 112.58 亿元，目前 11 台 330MW 机组和供热中心已投产，项目计划于 2017 年实现全部投产。（3）公司在建的年产 344 万吨的铝合金生产线，包含一条粉煤灰综合利用生产线，项目总投资 141.8 亿元，至 2016 年 3 月末累计投资 95.23 亿元，计划于 2017 年全部投产。公司在建项目投资规模较大，预计 2016-2017 年资本性支出总额约 180 亿元，公司面临的资本性支出压力很大。

（五）公司财务质量

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2013-2014 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）则对公司 2015 年财务报表进行了审计并出具标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

截至 2014 年末，该公司较年初新增子公司 1 家，当年末新增子公

司滨州滨北资产总额为 88.31 亿元、净资产为 15.75 亿元、营业收入为 51.89 亿元、净利润为 7.04 亿元；截至 2015 年末，该公司合并范围子公司共 11 家，较上年新增 5 家。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 956.09 亿元，所有者权益为 360.17 亿元（全部归属于母公司所有者权益）；2015 年度公司实现营业收入 420.48 亿元，净利润为 44.36 亿元（全部归属于母公司所有者的净利润），经营性现金流量净额为 58.50 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 1,071.67 亿元，所有者权益为 371.37 亿元（全部归属于母公司所有者权益）；2016 年第一季度，公司实现营业收入 112.08 亿元，净利润为 11.16 亿元（全部归属于母公司所有者的净利润），经营性现金流量净额为 15.89 亿元。

2013 年以来，该公司刚性债务规模不断扩大，资产负债率逐年较快增长。近三年公司营业收入逐年递增，但净利润呈波动状态。公司经营性现金流呈持续流入状态。

（六）公司抗风险能力

该公司为我国最大的铝生产企业之一，且产能集中在滨州地区，规模优势明显。滨州地区拥有完善的铝产业群，下游需求旺盛。公司产品主要销往当地，有利于毛利率较高的液体铝合金的销售，且仓储物流费用低。公司电力自给率较高，且外购电力成本相对较低，氧化铝采购享有一定的价格优惠，吨铝生产成本远低于行业平均水平。随着电力自给率的提高，公司成本优势将进一步发挥。在行业产能过剩的背景下，依靠规模优势、产业集群效应和自备电力，公司仍能实现盈利，整体抗风险能力尚可。

五、公司盈利能力及偿债能力

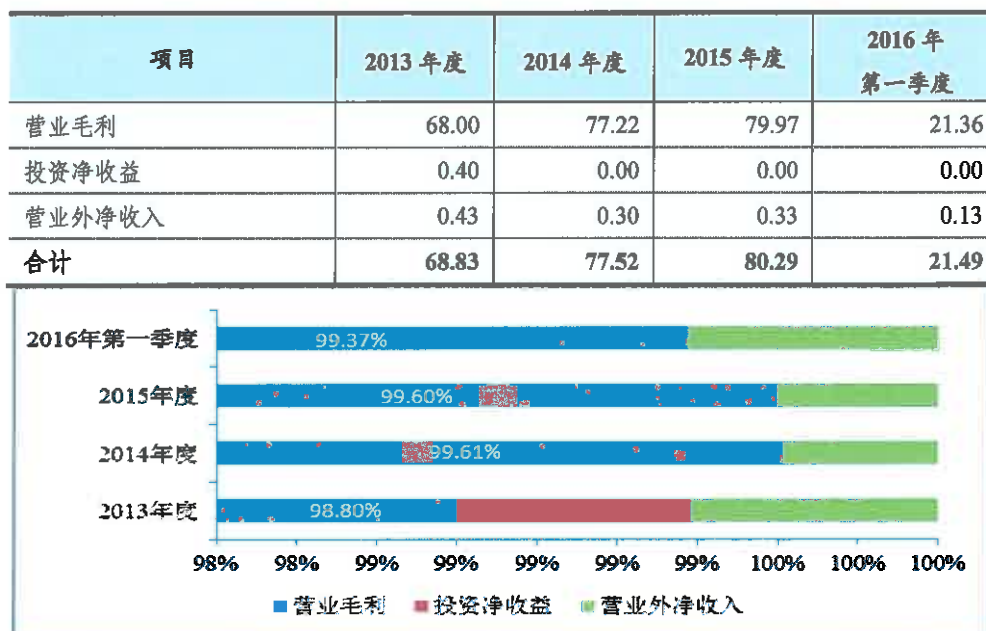
（一）公司盈利能力

该公司主要依赖主业盈利，期间费用控制较好，近三年营业收入逐年递增，盈利水平尚可。但受我国铝产能过快增长和下游市场需求低迷等因素影响，公司盈利能力的提升将面临一定的压力。

该公司主要依靠主业实现盈利，2013-2015 年及 2016 年第一季度，公司营业毛利占盈利比重为 99% 上下。2013-2015 年，公司综合毛利率

分别为 25.25%、23.73%和 19.02%。以财务费用为主的期间费用分别为 7.98 亿元、11.85 亿元和 19.74 亿元，期间费用率分别为 2.96%、3.64%和 4.70%。公司成本控制较好，盈利的可持续性主要受铝价波动影响。

图表 11. 公司盈利来源及构成分析



资料来源：根据魏桥铝电所提供数据整理、绘制。

该公司营业外收入包括向供应商收取的违约罚款收入、原材料索赔收入、固定资产处置利得等，金额相对不大。受益于收入规模持续增长，公司盈利水平尚可，2013-2015 年及 2016 年第一季度，净利润分别为 45.38 亿元、47.94 亿元、44.36 亿元和 11.16 亿元；2013-2015 年，公司总资产报酬率、净资产收益率分别为 15.68%、11.95%、8.91%和 18.50%、16.05%和 13.12%，盈利能力持续下滑。

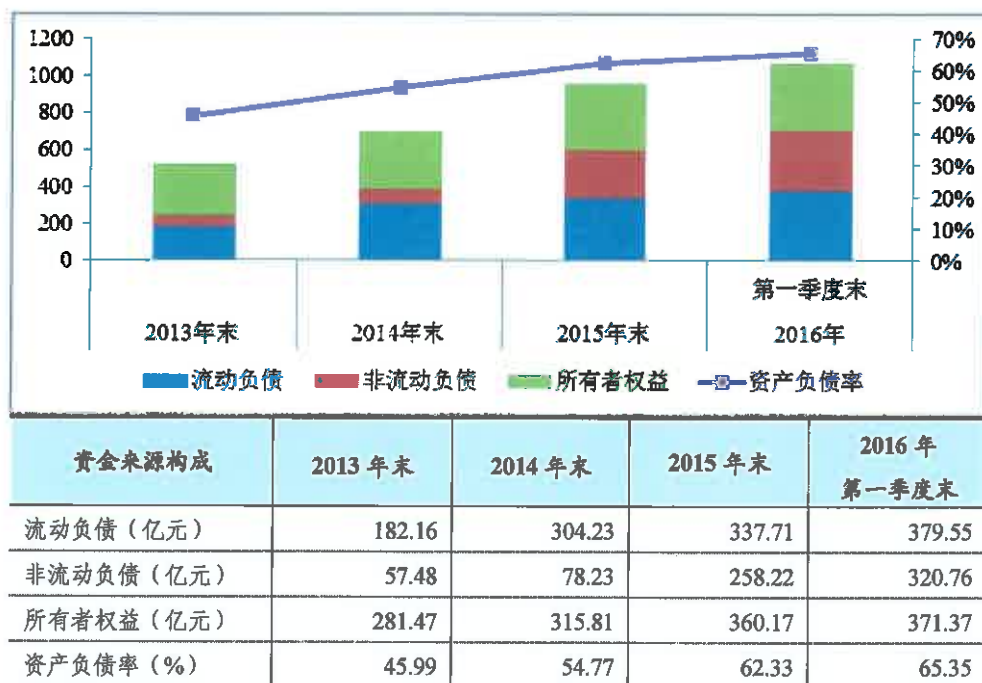
整体来看，在行业景气度下滑的背景下，该公司仍实现了良好的盈利，体现了公司较强的风险抵抗能力。但受我国铝产能过快增长和下游市场需求低迷等因素影响，公司盈利能力的提升将面临一定的压力。

（二）公司偿债能力

近三年，该公司债务规模逐年增长，负债经营水平不断提高。2015 年公司将部分应付关联方账款转至长期应付款，导致当年长短期债务比大幅提升，但仍以流动负债为主。公司无对外担保，考虑到其业务现金获取能力较为稳定且拥有一定的货币存量，目前偿债能力尚可控。

1. 债务分析

图表 12. 公司财务杠杆水平变化趋势



资料来源：根据魏桥铝电所提供资料整理、绘制。

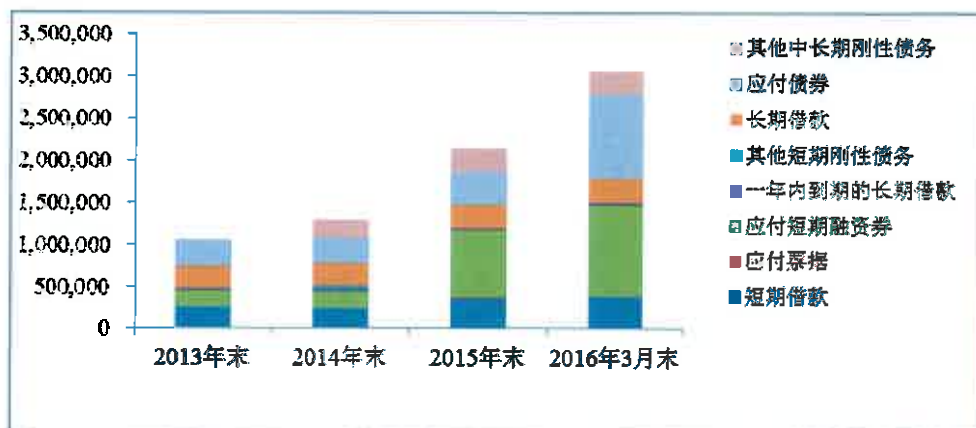
该公司业务处于扩张期，产能建设资金需求大，主要通过股东注资、银行借款及发行债券等方式弥补资金缺口，负债规模较快增长，2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，分别为 239.65 亿元、382.46 亿元、595.92 亿元和 700.30 亿元。但公司盈利能力较强且在 2013 年获得 30 亿元的股东增资，资本实力不断提升，2013-2015 年末及 2016 年 6 月末，所有者权益分别为 281.47 亿元、315.81 亿元、360.17 亿元和 371.37 亿元。得益于资本实力的增强，公司财务杠杆水平尚可，但持续上升，2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，分别为 45.99%、54.77%、62.33%和 65.35%。

该公司负债以流动负债为主，2013-2015 年末及 2016 年 3 月末长短期债务比分别为 31.56%、25.71%、76.46%和 84.51%，2015 年末长短期债务比大幅提升主要系公司将部分其他应付款调整至长期应付款所致。公司流动负债主要由短期刚性债务、其他应付款和应付账款等构成，后两者支付弹性较大，短期刚性债务占比则较上年大幅提升。公司其他应付款主要为应付关联方拆借资金、设备及工程进度款、押金及保证金等，2015 年末余额达到 151.25 亿元，占流动负债的 44.79%，其中应付关联方拆借资金 75.24 亿元，较上年减少 77.52 亿元。2015 年末，公司应付账款为 53.00 亿元，主要为应付供应商的货款，较上年末大幅增长的原

因一为采购规模的增长，二为公司支付的部分银行承兑汇票因未到期而入账该科目。公司短期刚性债务主要为短期借款、短期融资券、应付银行承兑票据、一年内到期长期借款和一年内到期融资租赁款，2015 年末为 119.69 亿元，占流动负债的 35.44%。2016 年 3 月末，公司流动负债升至 379.55 亿元，其中其他应付款增加 15.44 亿元至 166.69 亿元，主要系关联方款项的增长；应付账款减少 1.34 亿元至 51.66 亿元；其他流动负债增加 30 亿元至 110.00 亿元。

该公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，2015 年末为 258.22 亿元，较上年末增长 230.07%，主要系当年公司将部分其他应付款中的关联方借款调至长期应付款以及发行 90 亿元债券所致。2016 年 3 月末，公司非流动负债增至 320.76 亿元，主要由于发行 60 亿元公司债所致，其他科目无明显变化。

图表 13. 公司刚性债务构成分析



资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 第一季度末
短期借款 (亿元)	24.41	22.75	35.02	37.04
应付票据 (亿元)	0.00	0.00	1.50	0.00
应付短期融资券 (亿元)	20.00	20.00	80.00	110.00
一年内到期的长期借款 (亿元)	3.10	2.38	3.14	2.42
应付债券 (亿元)	31.23	29.97	39.87	99.30
长期借款 (亿元)	26.25	26.17	26.59	29.27
其他中长期刚性债务 (亿元)	0.00	21.29	27.48	27.90

资料来源：根据魏桥铝电所提供资料整理、绘制。

注：其他中长期刚性债务为长期应付款-融资租赁款。

还本付息方面，以现有债务规模为基础，2016-2018 年该公司预计将偿还银行借款本金及债券本息合计逾 170 亿元。

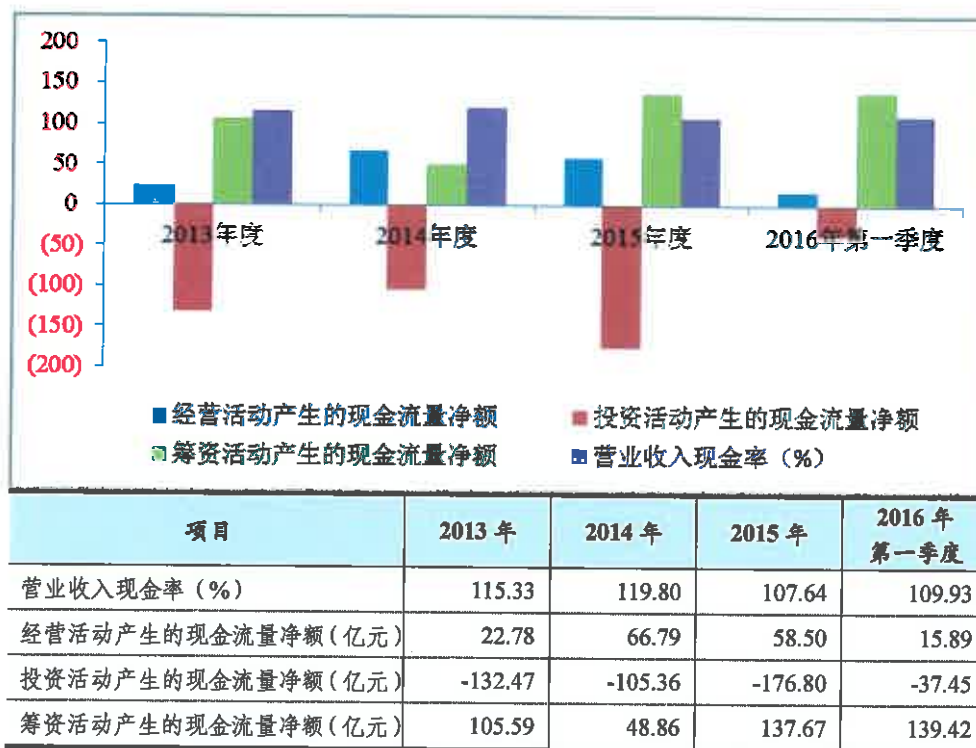
或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，该公司无对外担保。

总体而言，公司负债以流动负债为主，但 2015 年以来非流动负债规模快速上升。近三年公司刚性债务规模逐年增长，以银行借款、发行债券和融资租赁为主。随着产能持续释放，预计中短期内债务规模将继续扩大。考虑到公司业务现金获取能力较稳定，且拥有一定的货币资金存量，其偿债压力尚处于可控范围。

2. 现金流分析

该公司主业现金回笼能力较强，2013-2015 年营业收入现金率分别为 115.33%、119.80%、107.64% 和 109.93%。2015 年公司营业收入现金率有所下降，主要系公司给予部分优质客户一定的临时信用期限所致。凭借较强的现金回笼能力，公司经营环节保持净流入状态，2013-2015 年及 2016 年第一季度经营性现金净流量分别为 22.78 亿元、66.79 亿元、58.50 亿元和 15.89 亿元，其中 2015 年净流入有所减少主要系原材料备货及在产品增加导致采购支付款项增加以及因扩招人员薪酬增加所致。

图表 14. 公司现金流量分析



资料来源：根据魏桥铝电所提供资料整理、绘制。

近年来，该公司铝制品产能扩充、自备热电厂等在建项目逐年增多，投资性支出大幅增加，导致投资性现金净流出较大。2013-2015 年及 2016 年第一季度公司投资性现金净流量分别为 -132.47 亿元、-105.36 亿元、-176.80 亿元和 -37.45 亿元。在非筹资环节存在较大资金缺口且持续扩大的状况下，公司获得了股东在增资和资金拆借等方面的支持，同时自身

还加大了银行借款和债券发行的力度，2013-2015 年及 2016 年第一季度筹资性现金净流量分别为 105.59 亿元、48.86 亿元、137.67 亿元和 139.42 亿元。未来随着铝深加工项目和自备电厂项目的推进，公司仍将面临较大的资金需求。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧等构成，其中利润总额是 EBITDA 的最主要来源。2013-2015 年公司 EBITDA 分别为 83.67 亿元、98.93 亿元和 115.44 亿元，近年来持续增加主要由于在建工程转固定资产后折旧增加所致。随着刚性债务规模的增加，公司 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖水平呈下降趋势。

图表 15. 2013-2015 年公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出(倍)	11.24	8.44	6.15
EBITDA/刚性债务(倍)	1.18	0.85	0.67
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	15.71	27.46	18.23
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	12.67	21.47	11.96

注：根据魏桥铝电提供的数据绘制

3. 资产质量分析

2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，该公司净资产分别为 281.47 亿元、315.81 亿元、360.17 亿元和 371.37 亿元，其中实收资本不变（130.00 亿元），盈余公积逐年递增，二者占比分别为 54.10%、49.76%、44.94% 和 43.59%。公司未分配利润金额较大，2013-2015 年公司分别支付股东山东宏桥现金股利 14.75 亿元、3.00 亿元和 13.61 亿元。

图表 16. 公司核心资产分布及变化趋势（亿元，%）

项目	2013 年末		2014 年末		2015 年末		2016 年 第一季度末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	42.76	8.20	50.57	7.24	69.36	7.25	187.23	17.47
应收票据	19.36	3.72	21.14	3.03	75.38	7.88	71.20	6.64
其他应收款	10.87	2.09	16.38	2.35	42.91	4.49	17.65	1.65
存货	81.31	15.60	94.71	13.56	104.10	10.89	114.64	10.70
固定资产	243.21	46.67	384.46	55.06	502.25	52.53	520.88	48.60
在建工程	89.62	17.20	91.17	13.06	94.61	9.90	92.45	8.63

资料来源：根据魏桥铝电所提供资料整理。

该公司流动资产主要由货币资金、应收票据、其他应收款和存货等构成。公司货币资金较为充裕，且大部分未受限制，2015 年末及 2016 年 3 月末余额分别为 69.36 亿元和 187.23 亿元，现金比率分别为 42.86%

和 68.09%，对即期债务的覆盖程度较高。公司应收票据全部为银行承兑汇票，2015 年末为 75.38 亿元，较上年大幅增长主要系当年铝产品销量增加所致。公司其他应收款主要为与关联方的往来款，2015 年末余额为 42.91 亿元，其中一年内到期的占比 99.00%。公司存货主要为原材料和在产品，产成品相对较少，2015 年末存货余额为 104.10 亿元，占流动资产的 32.09%，较上年末增长 9.91%，当年存货周转速度为 3.43 次。2016 年 3 月末，公司流动资产增至 423.30 亿元，其中货币资金和存货分别增加 117.87 亿元和 10.55 亿元，应收票据和其他应收款分别减少 4.19 亿元和 25.26 亿元。

该公司非流动资产主要为固定资产和在建工程。其中，固定资产主要是机器设备及房屋建筑物，2015 年末金额为 502.25 亿元，占非流动资产的 79.51%；在建工程为 94.61 亿元，占非流动资产的 14.98%。2016 年 3 月末，公司非流动资产增至 648.37 亿元，主要由于固定资产增加 18.63 亿元所致。

2013-2015 年，该公司流动比率分别为 86.17%、62.37%和 96.05%。虽然公司为重资产企业，但由于其铝产品销售周转速度较快，资产流动性尚可。

（三）外部支持

该公司与多家银行建立了良好合作关系，具有较强融资能力。截至 2016 年 3 月末，该公司获得银行授信总额为 101.74 亿元，已使用额度为 89.57 亿元。此外，2012-2013 年公司分别获得股东增资 50 亿元和 30 亿元，股东可为公司提供一定资金支持。

六、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2016 年 5 月 12 日的《企业信用报告》，公司无信贷违约记录。

截至 2016 年 3 月末，该公司待偿还债券本金余额为 210 亿元。根据公开市场信息，公司已如期偿还 13 魏桥铝电 CP001、13 魏桥铝电 CP002、14 魏桥铝电 CP001、14 魏桥铝电 CP002、15 魏桥铝电 SCP001、15 魏桥铝电 SCP002、15 魏桥铝电 SCP003、15 魏桥铝电 SCP004、15 魏桥铝电 SCP005，尚在存续期内的债券付息（若有）情况正常。此外，15 魏桥铝电 CP001 和 15 魏桥铝电 CP002 分别将于 2016 年 7 月和 8 月到期。

图表 17. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行日期	债券余额
13 魏桥铝 MTN1	15.00	5	5.80	2013.04.10	15.00
13 魏桥铝 MTN2	15.00	5	6.00	2013.05.09	15.00
15 魏桥铝电 CP001	10.00	1	4.40	2015.07.16	10.00
15 魏桥铝电 CP002	10.00	1	3.90	2015.08.17	10.00
15 魏桥铝电 SCP002	10.00	270	4.80	2015.07.09	10.00
15 魏桥铝电 SCP003	10.00	270	4.18	2015.07.22	10.00
15 魏桥铝电 SCP004	10.00	270	4.25	2015.07.30	10.00
15 魏桥铝电 SCP005	10.00	270	3.95	2015.08.07	10.00
15 魏桥债	10.00	4+3	5.26	2015.10.26	10.00
16 魏桥铝电 SCP001	10.00	270	3.97	2016.01.27	10.00
16 魏桥铝电 SCP002	10.00	270	3.58	2016.02.24	10.00
16 魏桥铝电 SCP003	10.00	270	3.57	2016.03.03	10.00
16 魏桥铝电 SCP004	10.00	270	3.31	2016.03.11	10.00
16 魏桥铝电 SCP005	10.00	270	3.58	2016.03.22	10.00
16 魏桥 01	35.00	3+2	4.27	2016.03.10	35.00
16 魏桥 02	5.00	5	4.83	2016.03.10	5.00
16 魏桥 03	20.00	3+2	4.20	2016.03.22	20.00
16 魏桥 04	-	5	-	-	-

资料来源：Wind 资讯（截至 2016 年 3 月末）。

注：根据该公司 2016 年 3 月 24 日发布的发行结果公告显示，公司行使品种间回拨选择权，即将品种二（16 魏桥 04）全部基础发行规模回拨至品种一（16 魏桥 03）。

七、结论

受工业化和城市化的推动，近年来我国电解铝行业快速发展，产能过剩局面凸显。高弹性需求与低弹性供给产生潜在的供需不平衡，形成了我国铝价格波动性强、周期性明显的特点。2015 年以来铝价呈波动下降态势。

该公司为民营企业，实际控制人为张士平先生。作为实际控制人旗下铝电板块核心运营主体，公司可获得股东大力支持。此外，公司设置了法人治理结构、建立了较为完善的内控制度，近年高管团队基本保持稳定。公司与关联方之间存在一定的关联交易，以供销往来和资金拆借为主。

该公司是我国最大的铝产品生产商之一，生产基地集中在滨州地区。近三年公司产能不断扩张，铝产品产销量逐年增长。在行业产能过剩与铝价不断下跌的背景下，依托于集群效应和自供电力，公司有效控制成本并实现盈利。未来公司将继续扩充产能，进一步发挥规模优势。

该公司主要依赖主业盈利，期间费用控制较好。近三年随着营业收入的逐年递增，盈利水平尚可。但受我国铝产能过快增长和下游市场需求低迷等因素影响，公司盈利能力的提升将面临一定的压力。近三年，公司债务规模逐年增长，负债经营水平不断提高。2015 年公司将部分应付关联方账款转至长期应付款，导致当年长短期债务比大幅提升，但仍以流动负债为主。公司无对外担保，考虑到其业务现金获取能力较为稳定且拥有一定的货币存量，目前偿债能力尚可控。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起一年）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

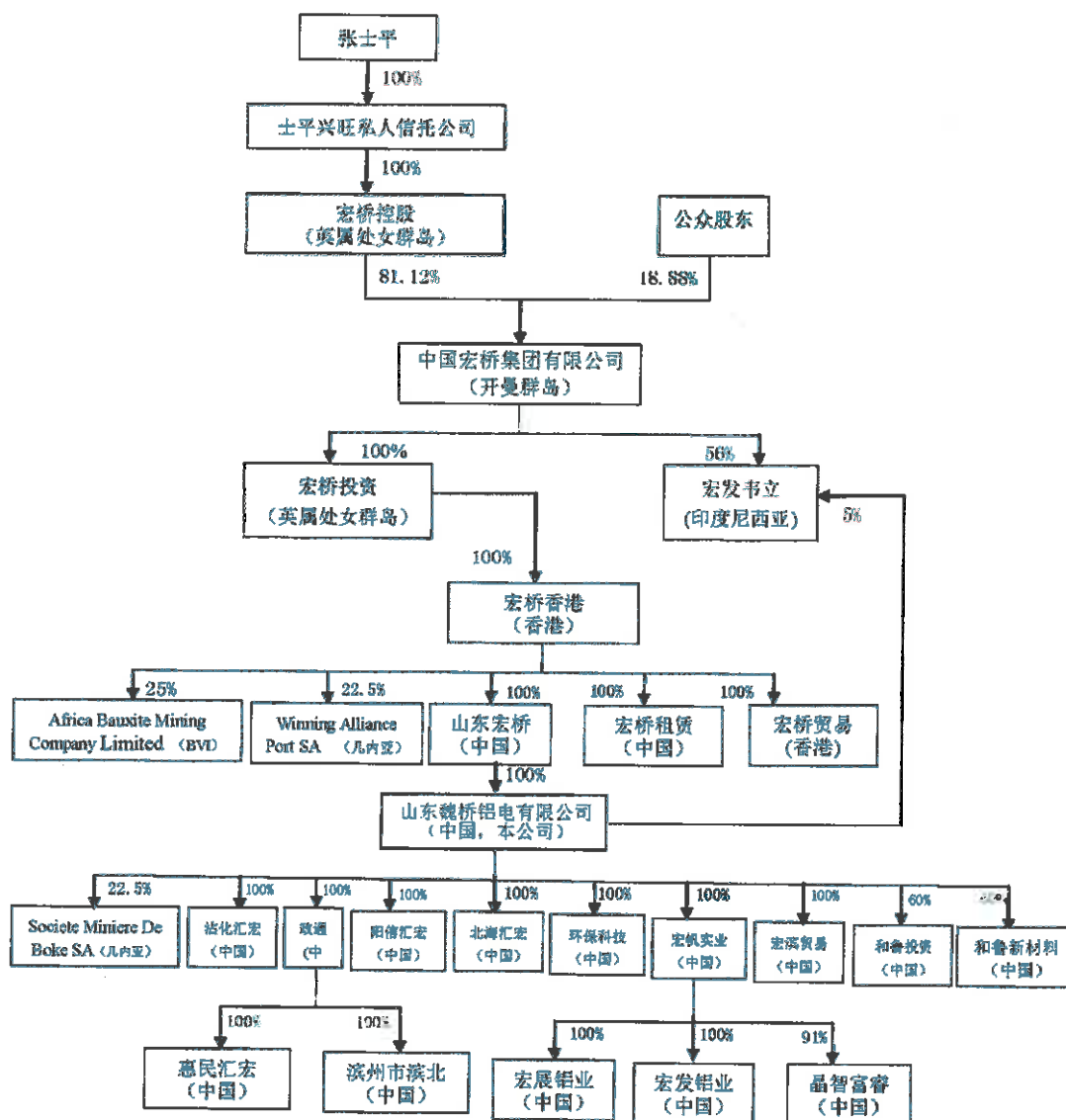
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

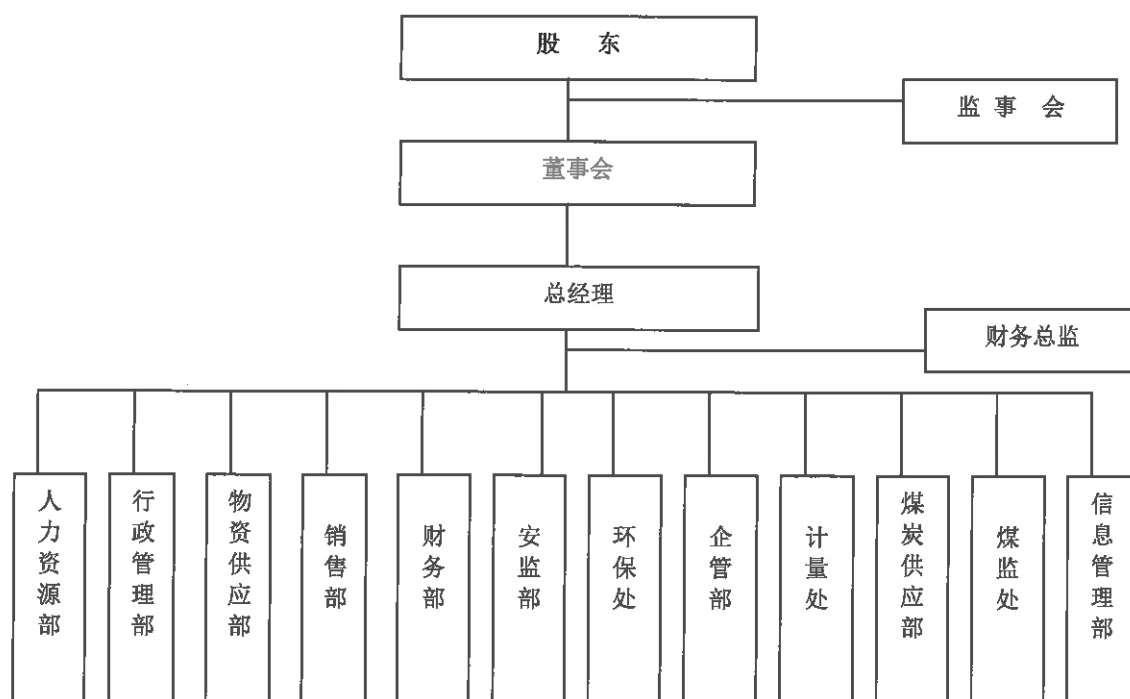
公司与实际控制人关系图



注：根据魏桥铝电提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据魏桥铝电提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

子公司简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2015 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					备注
			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
阳信汇宏	100.00	氧化铝及铝产品生产、销售	0.00	113.82	27.01	1.66	-3.97	-
北海汇宏	100.00	氧化铝及铝产品生产、销售	0.00	14.51	51.46	3.78	4.21	-
沾化汇宏	100.00	氧化铝及铝产品生产、销售	0.00	9.20	8.18	0.71	13.01	-
政通	100.00	氧化铝及铝产品生产、销售	9.28	107.50	139.78	18.44	28.20	-
惠民	100.00	氧化铝及铝产品生产、销售	1.00	69.51	60.79	8.28	-	-
滨北	100.00	铝矾土贸易、铝产品生产销售	0.00	34.21	64.38	10.46	14.07	于 2014 年收购-
宏帆实业	100.00	氧化铝生产销售及铝深加工业务	0.00	8.67	6.03	-1.33	2.23	2015 年 6 月设立
宏发铝业	100.00	铝深加工	0.00	5.77	4.58	-1.23	-1.13	宏帆实业子公司
宏展铝业	100.00	铝深加工	0.00	1.91	1.75	-0.09	0.25	宏帆实业子公司
魏桥环保	100.00	环境检验检测业务、咨询业务	0.00	0.03	0.00	-0.02	-0.02	2015 年 3 月设立
宏滨国贸	100.00	铝矾土、氧化铝等产品进出口业务	0.00	0.32	0.24	0.02	-0.15	2015 年 7 月设立

注：根据魏桥铝业 2015 年度审计报告附注及其提供的其他资料整理，绘制

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额 [亿元]	521.12	698.27	956.09	1,071.67
货币资金 [亿元]	42.76	50.57	69.36	187.23
刚性债务[亿元]	104.99	128.74	213.63	305.97
所有者权益 [亿元]	281.47	315.81	360.17	371.37
营业收入[亿元]	269.36	325.42	420.48	112.08
净利润 [亿元]	45.38	47.94	44.36	11.16
EBITDA[亿元]	83.67	98.93	115.44	—
经营性现金净流量[亿元]	22.78	66.79	58.50	15.89
投资性现金净流量[亿元]	-132.47	-105.36	-176.80	-37.45
资产负债率[%]	45.99	54.77	62.33	65.35
长期资本固定化比率[%]	107.43	129.05	102.16	93.68
权益资本与刚性债务比率[%]	268.09	245.31	168.59	121.37
流动比率[%]	86.17	62.37	96.05	111.53
速动比率 [%]	40.87	29.92	64.68	80.68
现金比率[%]	34.10	23.57	42.86	68.09
利息保障倍数[倍]	8.96	6.22	3.92	—
有形净值债务率[%]	88.44	126.91	173.72	197.64
营运资金与非流动负债比率[%]	-43.83	-146.34	-5.16	13.64
担保比率[%]	—	2.20	—	—
应收账款周转速度[次]	288.04	147.37	63.78	—
存货周转速度[次]	3.76	2.82	3.43	—
固定资产周转速度[次]	1.30	1.04	0.95	—
总资产周转速度[次]	0.63	0.53	0.51	—
毛利率[%]	25.25	23.73	19.02	19.05
营业利润率[%]	22.30	19.59	13.98	13.43
总资产报酬率[%]	15.68	11.95	8.91	—
净资产收益率[%]	18.50	16.05	13.12	—
净资产收益率*[%]	18.50	16.05	13.12	—
营业收入现金率[%]	115.33	119.80	107.64	109.93
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	15.71	27.46	18.23	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	12.67	21.47	11.96	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-75.68	-15.86	-36.86	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-61.00	-12.40	-24.18	—
EBITDA/利息支出[倍]	11.24	8.44	6.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.18	0.85	0.67	—

注：表中数据依据魏桥铝电经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债务人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 债务人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 债务人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 债务人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级 债务人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 债务人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 债务人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 债务人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 债务人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。