

山东魏桥铝电有限公司 2016 年第一期及第二期面向
合格投资者公开发行公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA⁺ 级

16 魏桥 01 信用等级： AA⁺ 级

16 魏桥 02 信用等级： AA⁺ 级

16 魏桥 03 信用等级： AA⁺ 级

评级时间： 2017 年 6 月 28 日



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.

山东魏桥铝电有限公司 2016 年第一期及第二期面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100521】

跟踪对象: 16 魏桥 01; 16 魏桥 02; 16 魏桥 03

	本次		前次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
16 魏桥 01	AA+/稳定/AA+	2017 年 6 月	AA+/稳定/AA+	2016 年 6 月
16 魏桥 02	AA+/稳定/AA+	2017 年 6 月	AA+/稳定/AA+	2016 年 6 月
16 魏桥 03	AA+/稳定/AA+	2017 年 6 月	AA+/稳定/AA+	2016 年 6 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
发行人合并数据及指标: (单位: 亿元, 下同)				
总资产	698.27	956.09	1189.08	1196.25
货币资金	50.57	69.36	92.74	89.83
总负债	382.46	595.92	748.05	737.41
刚性债务	130.78	379.71	546.43	549.30
所有者权益	315.81	360.17	441.03	458.84
营业收入	325.42	420.48	600.54	213.97
净利润	47.94	44.36	80.66	17.81
经营性现金净流入量	66.79	58.50	140.48	20.64
EBITDA	98.93	115.44	183.85	—
资产负债率[%]	54.77	62.33	62.91	61.64
流动比率[%]	62.37	96.05	119.85	115.11
现金比率[%]	23.57	42.86	58.13	54.43
利息保障倍数[倍]	6.22	3.92	5.25	—
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	21.47	11.96	20.90	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.44	6.15	7.52	—
担保方中国宏桥数据:				
总资产	833.56	1064.38	1426.66	—
所有者权益	324.34	362.37	459.98	—
营业收入	360.86	441.10	613.96	—
净利润	53.01	36.20	72.00	—
经营性现金净流入量	95.22	77.70	163.83	—
资产负债率[%]	61.09	65.95	67.76	—

注: 根据魏桥铝电经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算; 担保方中国宏桥经审计的 2014-2015 年及未经审计的 2016 年财务数据由魏桥铝电提供。

分析师

吴晓丽 周文哲

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

 E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

2016 年以来, 魏桥铝电铝制品产能继续提升, 产销量明显增长。在铝价上涨带动下, 收入与盈利规模大幅攀升。公司在建项目计划于 2017 年全部投产, 面临资金集中投入压力。公司货币存量较充裕、现金回笼能力较强, 可为本期债务偿付提供一定保障。

- 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。
- 魏桥铝电电力自给率较高, 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。
- 魏桥铝电所处的滨州地区拥有较完善的铝产业群, 公司产品主要销往当地, 仓储物流费用低, 且以毛利率较高的液体铝合金为主。
- 魏桥铝电在其股东体系中占据核心地位, 获得了股东在资金周转、外部融资等多方面的支持。
- 本次跟踪债券由中国宏桥提供无条件不可撤销连带责任保证担保, 跟踪期内担保持续有效。截至本报告出具日, 中国宏桥尚未就外部机构质疑披露详细的澄清公告, 2016 年审计报告尚未刊发, 新世纪评级将密切关注上述事项的进展, 以及担保方信用质量的变化。
- 2016 年四季度以来, 煤炭价格上升带动公司吨铝电力成本快速攀升, 自供电成本与外购电价差缩小。加上未来电力改革的推进, 公司电力成本优势或将弱化。
- 2016 年以来, 魏桥铝电刚性债务规模快速攀升, 债务存量加大, 流动性风险上升。
- 近年来, 魏桥铝电大规模扩充产能, 且 2017 年面临集中资金投入压力。在当前经济环境下, 经营及财务风险或上升。
- 2017 年以来, 受产能过剩影响, 铝价承压。

本报告表述了新世纪评级对魏桥铝电及其发行的上述公司债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有上述公司债券的一种建议。报告中引用的资料主要由魏桥铝电提供, 所引用资料的真实性由魏桥铝电负责。

魏桥铝电产品结构相对单一，原铝价格波动直接影响其盈利能力。

- 魏桥铝电销售区域集中在滨州地区，客户集中度高，存在较大的客户和区域集中风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照山东魏桥铝电有限公司（简称“魏桥铝电”、该公司或公司）2016年第一期及第二期面向合格投资者公开发行公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据魏桥铝电提供的2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度财务报表及相关经营数据，对魏桥铝电的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]102号文核准，该公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过人民币60亿元（含）的公司债券，可分期发行。2016年3月10日，公司发行第一期公司债券，本期债券分为两个品种，品种一即“16魏桥01”（债券代码：112343），发行金额为35亿元，票面利率为4.27%，期限为5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二即“16魏桥02”（债券代码：112344），发行金额为5亿元，期限为5年，票面利率为4.83%。2016年3月22日，公司发行第二期公司债券，本期债券亦分为两个品种，即“16魏桥03”（债券代码：112359）和“16魏桥04”（债券代码：112360），本期债券引入品种间回拨选择权。经发行人和簿记管理人充分协商一致，决定行使品种间回拨选择权，将品种二的全部基础发行规模回拨至品种一，本期债券品种一实际发行金额为20亿元，票面利率为4.20%，期限为5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。中国宏桥集团有限公司（简称“中国宏桥”）对上述两期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

该公司将上述两期债券共计60亿元全部用于补充公司营运资金。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内，该公司控股股东保持为山东宏桥新型材料有限公司（简称“山东宏桥”），实际控制人仍为张士平先生。张士平先生旗下产业主要包括纺织和铝电两大板块，公司是铝电板块的核心运营主体，获得了股东的大力支持。

跟踪期内，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，关联采购主要为向山东宏桥及其下属子公司采购铝矾土、氧化铝、电力、电解质块、合金锭、配件等，向宏桥国际贸易有限公司（简称“宏桥贸易”）采购铝矾土等。2016年公司向关联方采购商品和接受劳务之成本合计 53.84 亿元。公司关联销售主要系向山东宏桥及其下属子公司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”，受同一最终控制方控制）销售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。2016年公司向关联方销售货物和提供劳务之收入合计 38.23 亿元。

关联租赁方面，2010年1月，该公司与山东宏桥签订土地使用权租赁协议，租期为2010-2030年。2016年5月，山东宏桥新设邹平县宏正新材料科技有限公司（简称“宏正新材”），并由宏正新材向公司续租相关土地。2016年，公司分别获得山东宏桥与宏正新材土地租赁收入 68.60 万元和 123.61 万元。此外，2014年，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，2016年末山东宏桥、中国宏桥分别向该公司提供的借款担保余额为 50.08 亿元和 148.00 亿元，公司无其他关联担保。

截至 2016 年末，该公司应收关联方款项 4.26 亿元，应收对象包括宏桥贸易、山东宏桥融资租赁有限公司（简称“宏桥租赁”）、宏发韦立及山东宏桥下属子公司宏正新材、邹平县宏茂新材料科技有限公司、邹平县宏利热电有限公司；公司应付关联方款项 259.83

亿元，对象包括中国宏桥、山东宏桥及宏桥贸易。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。2014-2016年，公司向山东宏桥等关联企业分别借入资金 195.08 亿元、75.18 亿元和 9.78 亿元，年末拆借资金余额分别为 152.70 亿元、227.74 亿元和 202.18 亿元。

(二) 业务运营

跟踪期内，该公司铝制品产能持续提升，产销量均有所增长，成本优势继续保持。2017 年，公司将主要扩大铝合金产能与提高电力自给率，存在一定的资本性支出压力。

该公司主要从事铝产品的生产和销售，主导产品包括液态铝合金、铝合金锭、铝母线及铝板带等。近年来，公司不断扩充铝产能，产品产销量逐年增长。2016 年，公司营业收入为 600.54 亿元，较上年增长 42.82%。从收入结构来看，液态铝合金销售收入仍是公司营业收入的主要来源，2016 年收入占比达 79.73%。公司其他业务收入为电力、原材料及残极销售等业务，销售对象主要为山东宏桥。2017 年一季度，公司实现营业收入 213.97 亿元，同比增长 90.90%；其中液态铝合金销售收入为 150.92 亿元，占比 70.53%。

图表 1. 2014-2016 年公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
液态铝合金	253.59	24.37	349.95	20.10	478.80	24.30
铝合金锭	24.81	13.81	16.94	15.64	49.64	16.17
铝母线	0.08	12.85	0.01	24.33	2.55	25.94
深加工产品	21.74	24.03	20.31	-3.60	26.74	13.70
蒸汽	1.36	45.46	0.56	49.01	0.46	28.35
其他业务	23.85	25.74	32.71	22.76	42.35	22.16
合计	325.42	23.73	420.48	19.02	600.54	23.02

注：根据魏桥铝电提供的数据绘制

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。随着产能的扩充，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，2016 年及 2017 年一季度液态铝合金产量占比均超过 80%。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。截至2016年末，公司铝深加工产能为79万吨。

图表 2. 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年一季度
液态铝合金	产量	240.05	364.23	482.98	142.37
铝合金锭	产量	20.76	18.98	52.05	23.53
铝母线	产量	2.69	6.15	9.91	1.09
深加工产品	产量	18.75	19.61	26.32	9.32
合计	总产量	282.25	408.97	571.26	176.31

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。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

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，价格统一性极强，因而生产成本的控制是企业获得竞争优势的最主要因素。该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。2016 年，公司吨铝生产成本为 8,251.92 元/吨，较上年增加 8.79 元/吨，但仍低于行业 9,949 元/吨左右的平均水平。2016 年四季度以来，受煤炭价格较快上涨影响，电力成本的上涨带动吨铝生产成本快速攀升。

在氧化铝供应方面，该公司自建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，2016 年，公司氧化铝主要供应方式仍为自产自用。公司外部供应商主要系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（简称“北海信和”，2016 年通过收购成为公司全资子公司）²，公司与高新铝电签订了长期供货协议，加之公司自行提货、

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 北海信和主要从事氧化铝、铝板、铝箔及其他铝制品生产销售，拥有氧化铝设计年产能 200 万吨和 240 兆瓦发电机组。2016 年 6 月，公司子公司北海汇宏向中信信托有限责任公司以 21.20 亿元购买北海信和 100% 股权，7 月完成工商变更。2017 年一季度，公司氧化铝供应商分别为高新铝电和山东宏桥，供应占比分别为 87% 和 13%。

年采购量超过 100 万吨且保持一定量的预付账款，公司可获得一定的价格优惠，但结算则采取现款现货方式。2016 年，公司氧化铝外购均价为 1,745.50 元/吨、自产氧化铝成本为 1,784.82 元/吨，自产成本高于外购均价；同期，公司氧化铝外购量为 340.61 万吨、自产量为 865.60 万吨（全部自用）。2017 年一季度，公司氧化铝外购均价为 2,056.83 元/吨、自产氧化铝成本为 1,811.27 元/吨，自产成本低于外购均价；公司氧化铝外购量为 63.86 万吨、自产量为 318.11 万吨。

图表 3. 公司近年来主要原燃料采购情况

项目	采购量 (万吨、亿度)				平均价格 (元/吨、元/度)			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
氧化铝 (包括自产)	562.02	855.84	1,206.21	381.97	1,784	1,839.30	1,773.72	1,852.32
阳极炭块	160.28	226.22	284.04	83.82	2,399	2,291.03	2,147.50	2,883.60
电力	364.34	538.50	783.56	258.58	--	--	--	--
其中：外购 电力	137.46	111.30	147.08	57.01	0.29	0.28	0.26	0.32

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，公司加大自备电厂的投入力度，电力产能配套提升。2016 年及 2017 年一季度，公司发电量分别为 636.47 亿度和 201.57 亿度，电力自给率分别为 81.23% 和 77.95%。2015 年公司自发电平均成本约为 0.16 元/度，2016 年以来受煤炭价格上涨影响，自发电平均成本增长较快，2016 年及 2017 年一季度分别为 0.21 元/度和 0.28 元/吨。目前，公司自备热电厂由 8*135MW、30*330MW 和 8*60MW 抽凝式发电机组和 48 套高效煤粉锅炉组成，此外 4*330MW 自备热电厂在建，计划总投资 46.20 亿元，截至 2017 年 3 月累计已投资 30.81 亿元，预计于 2017 年全部投产。该项目投产后，预计公司电力自给率约为 80%。

图表 4. 公司近年来发电主要指标情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年一季度
装机容量 (万千瓦)	525	801	1,134	1,134
发电量 (亿度)	226.87	427.20	636.47	201.57
电力自给率 (%)	62.27	79.33	81.23	77.95

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年一季度
设备平均利用小时	6,812	6,537	6,565	6,994
供电原煤耗 (克/千瓦时)	355	351	442	458

资料来源：魏桥铝电

该公司向多家经销商采购电力生产所需的煤炭。2016 年及 2017 年一季度，公司煤炭采购量分别为 3,278.82 万吨和 873.67 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，2016 年及 2017 年一季度煤炭采购均价（不含税价）分别为 391.20 元/吨和 501.08 元/吨。2016 年及 2017 年一季度，公司供电原煤耗有所增长主要系受新投产机组调试、脱硫脱硝及超低排放机组改造影响。

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³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。2014-2016 年及 2017 年第一季度，公司外购电平均成本为 0.29 元/度、0.28 元/度、0.26 元/度和 0.32 元/度。

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和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。

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。公司铝合金锭主要销往山东、江苏和广东，铝母线产量较小，主要用于铝熔炼炉的部件。下游客户集中度方面，2016 年，公司第一大客户销售收入占铝产品销售收入的比例达 50.42%，前五大客户销售收入占比近 70%。2017 年以来，公司第一大客户销

³ 据魏桥铝电所述，截至 2016 年末，高新铝电装机容量为 296 万千瓦时，2016 年发电量为 155.96 亿千瓦时，其中向魏桥铝电供应 132.80 千瓦时。

售收入占当期铝产品销售收入比例为 47.47%。

图表 5. 2014 年以来公司铝产品销售情况

	销量 (万吨)				平均价格 (万元/吨)			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
液态铝合金	222.04	343.30	448.25	131.94	1.14	1.02	1.07	1.14
铝合金锭	22.09	16.21	44.72	25.81	1.12	1.04	1.11	1.14
铝母线	0.06	0.0027	2.11	0.52	1.27	1.16	1.21	1.25
铸轧产品	16.93	16.73	20.96	7.27	1.28	1.21	1.28	1.42
合计	261.12	376.24	516.04	165.54	-	-	-	-

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。2016 年及 2017 年一季度，公司铝产品销量分别为 516.04 万吨和 165.54 万吨。

4. 投资计划

目前，该公司主要在建项目为自备热电厂项目和铝合金项目。其中：(1) 公司在建的 4 台 330MW 的自备热电厂预计总投资 46.20 亿元，截至 2017 年 3 月末已投资 30.81 亿元，项目计划于 2017 年实现全部投产。(2) 公司在建的年产 64 万吨铝合金生产线预计总投资 35.20 亿元，至 2017 年 3 月末累计投资 17.58 亿元，计划于 2017 年全部投产。公司在建项目待投资规模约 33 亿元。目前，公司暂无进一步扩建投资计划。

(三) 财务质量

中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司的 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2016 年，该公司新增子公司 9 家、减少子公司 1 家(滨州魏桥环保科技有限公司)，当年末公司合并范围内子公司共计 19 家。

2016 年，该公司实现营业毛利 138.22 亿元，较上年增长 72.85%；

综合毛利率为 23.02%，较上年增加 4.00 个百分点。2016 年，公司期间费用为 28.66 亿元，其中：财务费用为 23.06 亿元，较上年增长 8.15%；期间费用率为 4.77%，较上年增加 0.07 个百分点。

该公司盈利基本来源于主业毛利，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。2016 年，公司实现净利润 80.66 亿元，同比增长 81.84%。

整体来看，2016 年该公司产能规模快速扩张，在铝价上升、行业景气度回暖背景下，公司盈利规模大幅攀升。公司成本控制良好，期间费用率较低。但铝行业仍面临产能过剩问题，铝价承压及煤炭价格走高将对公司盈利空间形成挤压。

2017 年一季度，该公司实现营业毛利 31.73 亿元，综合毛利率为 14.83%，同比减少 4.22 个百分点。当期实现净利润 17.81 亿元，同比增长 59.55%。

2016 年以来，该公司铝制品产能大幅扩充，同时推进了铝板带、热电厂等项目的建设，负债规模明显提升。2016 年末公司负债总额为 748.05 亿元，较上年末增长 25.53%，资产负债率增加 0.58 个百分点至 62.91%。2016 年末，公司长短期债务比较年初增加 60.85 个百分点至 137.31%，债务期限结构趋于合理。

从债务构成来看，该公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和其他流动负债构成。截至 2016 年末，公司应付账款主要为应付供应商货款，账面余额为 73.52 亿元；其他应付款主要为应付关联方账款、设备及工程进度款、押金及保证金、代扣代缴税金等，账面余额为 102.70 亿元；其他流动负债为公司发行在外的短期融资券和超短期融资券，账面余额为 70 亿元。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，截至 2016 年末为 432.83 亿元，较年初增长 67.62%，其中长期借款为 26.00 亿元，应付债券为 176.65 亿元，长期应付款（主要为应付山东宏桥借款以及宏桥租赁的融资租赁款）为 225.53 亿元。刚性债务方面，截至 2016 年末公司刚性债务合计 546.43 亿元，较年初增长 43.91%。同期末，公司短期刚性债务为 118.25 亿元（包括短期借款 36.99 亿元、短融及超短融 70.00 亿元），较年初减少 4.52 亿元；公司中长期刚性债务合计 428.18 亿元，较年初增加 171.24 亿元，其中应付债券主要系发行“16 魏桥 01”、“16 魏桥 02”、“16 魏桥 03”和“16 魏桥 05”而较年初增加

136.78 亿元，长期应付款主要系当年山东宏桥先后发行 3 期本金合计 60 亿元债券后主要拆借给公司使用而较年初增加 35.05 亿元，长期借款则略有减少。

截至 2017 年 3 月末，该公司负债总额为 737.41 亿元，较年初减少 1.42%；资产负债率为 61.64%，较年初略有下降。公司债务期限结构仍以非流动负债为主。公司债务结构较年初无明显变化，主要由 51.42 亿元应付账款、112.51 亿元其他应付款、80 亿元其他流动负债、176.78 亿元应付债券和 220.63 亿元长期应付款组成。刚性债务方面，公司短期刚性债务较年初增至 142.89 亿元、中长期刚性债务减至 406.41 亿元。

或有负债方面，截至 2017 年 3 月末，该公司无对外担保。

总体而言，2016 年以来该公司债务期限结构有所改善，债务期限结构与资产相匹配。2016 年公司先后发行 3 期公司债，刚性债务规模大幅增长，偿债压力加大。考虑到公司主营业务现金获取能力较强且稳定，并拥有一定的货币资金存量，其偿债压力尚处于可控范围。

该公司主业现金回笼能力较强，2016 年及 2017 年一季度营业收入现金率分别为 115.96%和 98.73%。2016 年，公司经营环节保持净流入 140.48 亿元，同比增长 140.14%，主要系生产规模扩大带动销售收入增长所致。公司在建项目规模较大、建设周期较长，投资性支出规模持续较大，2016 年投资性现金净流出 216.90 亿元，同比增长 22.68%。在非筹资环节存在较大资金缺口下，公司主要通过资金拆借、银行借款和发行债券进行融资，2016 年筹资性现金净流量为 99.65 亿元，同比下降 27.62%。公司在建铝合金项目和自备电厂项目计划于 2017 年全部投产，公司面临一定的集中投资压力。

2017 年一季度，该公司经营性现金净流量为 20.64 亿元，同比增长 29.86%；投资性现金净流出 24.71 亿元，同比减少 34.02 亿元；筹资性现金净流量为 1.16 亿元，同比减少 99.17%。

截至 2016 年末，该公司所有者权益较年初增长 22.45%至 441.03 亿元（归属于母公司所有者权益为 440.78 亿元），公司实收资本较年初无变化，盈余公积较年初增长 25.27%至 39.93 亿元，未分配利润则增至 270.85 亿元，公司资本结构较稳健。

该公司因其行业特性以非流动资产为主，截至 2016 年末为 811.30 亿元，占资产总额的 68.23%。非流动资产主要由固定资产和无形资产构成，随着在建项目的持续推进及转固，至 2016 年末固定资产账面余额为 733.99 亿元，占非流动资产的 90.47%；无形资产为土地使用权，占非流动资产 3.67%。同期末，公司流动资产为 377.78 亿元，其中：货币资金较年初增长 33.71%至 92.74 亿元，受限部分为 3.43 亿元；应收票据较年初增长 20.05%至 90.50 亿元，主要系销售规模增加所致；存货较年初增长 44.34%至 150.25 亿元，无存货跌价准备。此外，同期末应收账款较年初减少 73.84%至 2.68 亿元，主要系结清部分客户款项所致；其他应收款较年初减少 78.79%至 9.11 亿元，主要系归还部分山东宏桥及其下属子公司借款所致。2016 年末，公司流动比率和速动比率较年初均有提高，分别为 119.85%和 69.63%。公司资产流动性尚可且资金较为充裕，可为即期债务偿付提供较强保障。

截至 2017 年 3 月末，公司资产结构较年初无明显变化。

截至 2017 年 3 月末，该公司合并口径银行授信总额为 115.02 亿元，其中已使用额度 78.15 亿元。公司尚未使用授信额度为其提供了一定的融资空间。

（四）过往债务履约情况

根据该公司提供的 2017 年 6 月 19 日《企业信用报告》，未发现公司存在银行借款偿还违约记录。

截至 2017 年 5 月末，该公司待偿还债券本金余额为 258 亿元，其中一年内到期债券本金合计 110 亿元。根据 Wind 资讯显示，公司尚在存续期内的债券付息情况（若有）正常。

图表 6. 公司存续期内债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	起息日	到期日	期限	发行金额	票面利率
13 魏桥铝 MTN1	2013.04.10	2018.04.10	5 年	15.00	5.80
13 魏桥铝 MTN2	2013.05.09	2018.05.09	5 年	15.00	6.00
15 魏桥债	2015.10.26	2022.10.26	4+3 年	10.00	5.26
16 魏桥铝电 CP001	2016.09.12	2017.09.12	1 年	10.00	3.00
16 魏桥铝电 CP002	2016.09.21	2017.09.21	1 年	10.00	3.07
16 魏桥铝电 SCP010	2016.11.25	2017.08.22	270 天	10.00	3.52
16 魏桥 01	2016.03.10	2021.03.10	3+2 年	35.00	4.27

债券名称	起息日	到期日	期限	发行金额	票面利率
16 魏桥 02	2016.03.10	2021.03.10	5 年	5.00	4.83
16 魏桥 03	2016.03.22	2021.03.22	3+2 年	20.00	4.20
16 魏桥 05	2016.10.17	2023.10.17	5+2 年	78.00	4.00
17 魏桥铝电 SCP001	2017.01.12	2017.10.10	270 天	10.00	4.02
17 魏桥铝电 SCP002	2017.01.19	2017.10.17	270 天	10.00	4.00
17 魏桥铝电 SCP003	2017.02.27	2017.11.24	270 天	10.00	4.45
17 魏桥铝电 SCP004	2017.03.03	2017.11.28	270 天	10.00	5.00
17 魏桥铝电 SCP005	2017.03.09	2017.12.04	270 天	10.00	4.85

资料来源：Wind 资讯（截至 2017 年 5 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）。

（五）担保方情况

本次跟踪债券由中国宏桥提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中国宏桥于 2010 年 2 月 9 日在开曼群岛注册成立，2011 年 3 月 24 日，中国宏桥于香港联合证券交易所主板上市（证券代码：1378.HK）。截至 2015 年末，中国宏桥控股有限公司（简称“宏桥控股”）持股比例为 78.51%。2016 年 2 月 18 日，中国宏桥按每持有 50 股股份获配发 7 股的基准，以每股 4.31 港元认购价发行 89,155 万股，募集资金 38.29 亿港元，宏桥控股持股比例变更为 81.12%，截至当年末该持股比例不变。中国宏桥实际控制人一直为张士平先生。

中国宏桥主要从事铝产品的生产及销售，合并范围子公司包括山东宏桥、宏发韦立、宏桥租赁和宏桥贸易。中国宏桥铝产品生产集中在山东宏桥名下，主导产品为液态铝合金。截至 2016 年末，中国宏桥未经审计的合并口径资产总额为 1,426.66 亿元，所有者权益为 459.98 亿元（其中归属于母公司所有者权益 451.01 亿元）；2016 年实现营业收入 613.96 亿元，实现净利润 72.00 亿元。

根据中国宏桥及鲁丰环保科技股份有限公司（简称“ST 鲁丰”）公告信息，中国宏桥自 2016 年以来一直计划通过旗下山东宏桥及山东宏拓实业有限公司（简称“山东宏拓”）收购 ST 鲁丰，且 ST 鲁丰将在上述收购成功后拟收购山东创新金属科技有限公司（简称“创新金属”）全部股权，创新金属是公司液态铝主要客户。2016

年 8 月，山东宏桥与于荣强先生⁴签订股份转让协议，收购 ST 鲁丰 261,096,605 股股份，占总股本 28.18%；2017 年 4 月 17 日，综合监管政策变化及国内资本市场情况，山东宏拓与 ST 鲁丰决定终止收购事项。4 月 21 日，山东宏桥办理完毕已收购股份的过户登记。截至 4 月 24 日，山东宏桥为 ST 鲁丰第一大股东。5 月 26 日，ST 鲁丰更名为山东宏创铝业控股股份有限公司。

2017 年 6 月 14 日，中国宏桥公告联交所陈述的股票复牌条件，要求其解决审计发现并澄清载列位于 2016 年负面报告及 2017 年负面报告中的指控；刊发所有尚未刊载的财务业绩并解决任何审计保留意见。截至本报告出具日，中国宏桥尚未对外部机构的质疑报告作出详细澄清公告，同时 2016 年审计报告尚未公布，新世纪评级将密切关注上述事项的进展。

综上所述，2016 年以来，该公司铝制品产能持续较快提升，产销量明显增长。在铝价上涨带动下，收入与盈利规模大幅攀升。2017 年，公司将阶段性完成铝合金项目及自备电厂项目的建设，目前公司暂无进一步扩产计划但仍面临一定资本性支出压力。2016 年，公司刚性债务规模大幅攀升，偿债压力明显加大，财务杠杆较上年有所提升。公司主业现金回笼能力较强，货币资金较充裕，可为债券的偿付提供基础保障。此外，担保方中国宏桥为本次跟踪债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保继续有效。

同时，我们仍将持续关注 (1) 中国宏桥澄清公告及其 2016 年审计报告的进展，担保方信用质量变化情况；(2) 该公司后续资本性支出压力、债务偿付及现金流平衡情况；(3) 铝价波动风险；(4) 铝土矿进口政策变动。

⁴ 于荣强先生原为 ST 鲁丰控股股东及实际控制人。此次股权转让后，其持有 ST 鲁丰 68,143,395 股，占 ST 鲁丰总股本的 7.36%。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	698.27	956.09	1,189.08	1,196.25
货币资金 [亿元]	50.57	69.36	92.74	89.83
刚性债务[亿元]	130.78	379.71	546.43	549.30
所有者权益 [亿元]	315.81	360.17	441.03	458.84
营业收入[亿元]	325.42	420.48	600.54	213.97
净利润 [亿元]	47.94	44.36	80.66	17.81
EBITDA[亿元]	98.93	115.44	183.85	—
经营性现金净流入量[亿元]	66.79	58.50	140.48	20.64
投资性现金净流入量[亿元]	-105.36	-176.80	-216.90	-24.71
资产负债率[%]	54.77	62.33	62.91	61.64
长期资本固定化比率[%]	129.05	102.16	92.84	94.34
权益资本与刚性债务比率[%]	241.48	94.85	80.71	83.53
流动比率[%]	62.37	96.05	119.85	115.11
速动比率 [%]	29.92	64.68	69.63	71.28
现金比率[%]	23.57	42.86	58.13	54.43
利息保障倍数[倍]	6.22	3.92	5.25	—
有形净值债务率[%]	126.91	173.72	184.04	173.84
营运资金与非流动负债比率[%]	-146.34	-5.16	14.45	11.98
担保比率[%]	2.20	—	—	—
应收账款周转速度[次]	147.37	63.78	92.97	—
存货周转速度[次]	2.82	3.43	3.64	—
固定资产周转速度[次]	1.04	0.95	0.97	—
总资产周转速度[次]	0.53	0.51	0.56	—
毛利率[%]	23.73	19.02	23.02	14.83
营业利润率[%]	19.59	13.98	17.62	10.75
总资产报酬率[%]	11.95	8.91	11.96	—
净资产收益率[%]	16.05	13.12	20.14	—
净资产收益率*[%]	16.05	13.12	20.13	—
营业收入现金率[%]	119.80	107.64	115.96	98.73
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	27.46	18.23	43.03	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	21.47	11.96	20.90	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.86	-36.86	-23.41	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.40	-24.18	-11.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.44	6.15	7.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.83	0.45	0.40	—

注：表中数据依据魏桥铝业经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录二：

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

附录三：

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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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