

信用等级公告

联合[2014]228号

吉林利源精制股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对吉林利源精制股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2014 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

吉林利源精制股份有限公司主体长期信用等级为 AA

吉林利源精制股份有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：张进卿

分析师：张进卿 钟时亮

二零一四年九月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

吉林利源精制股份有限公司

2014 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级: AA
 发行人主体信用等级: AA
 评级展望: 稳定
 发行规模: 不超过 10 亿元 (含 10 亿)
 债券期限: 5 年
 还本付息方式: 按年付息、到期一次还本
 评级时间: 2014 年 09 月 06 日

主要财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014.6
资产总额(亿元)	22.31	36.00	45.77	53.00
所有者权益(亿元)	12.53	14.24	30.92	32.47
长期债务(亿元)	3.70	3.70	2.79	2.79
全部债务(亿元)	9.20	19.14	12.88	18.13
营业收入(亿元)	12.35	15.23	18.78	9.31
净利润(亿元)	1.42	2.02	2.90	2.12
EBITDA(亿元)	2.59	3.73	5.37	--
经营性净现金流(亿元)	-0.88	5.52	8.05	3.83
营业利润率(%)	19.32	24.83	26.01	33.30
净资产收益率(%)	11.85	15.10	12.84	6.68
资产负债率(%)	43.84	60.44	32.43	38.74
全部债务资本化比率(%)	42.34	57.34	29.41	35.84
流动比率	2.01	0.91	1.43	1.16
EBITDA 全部债务比	0.28	0.20	0.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.31	4.66	4.68	--
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.26	0.37	0.54	--

注: ①本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; ②本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

分析师

张连娜

电话: 010-85172818

邮箱: zhangln@unitedratings.com.cn

钟月光

电话: 010-85172818

邮箱: zhongyg@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦
1201 室 (100022) 12 层

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对吉林利源精制股份有限公司(以下简称“公司”或“利源精制”)的评级反映了公司作为国内主要的铝合金型材生产企业之一, 多年来坚持以铝型材及其深加工产品的研发、生产与销售为主业, 逐步形成了在产品结构、技术及工艺、品牌知名度、客户渠道等方面的优势。同时, 联合评级也关注到铝加工行业竞争激烈、原材料价格波动较大、公司销售区域较为集中等因素对公司基本面产生的不利影响。

2013 年上半年, 公司非公开发行股票, 募集资金净额 141,275.32 万元, 资本金规模显著增加。目前公司资产规模中等, 资产质量较高, 债务负担较轻, 盈利能力和偿债能力较强。随着公司募投项目的陆续投产、经营规模的进一步扩大, 未来盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内知名的铝型材加工企业之一, 在国内市场尤其是东北市场具有较高的知名度和客户认可度。
2. 公司主业突出, 多年来坚持铝型材及其深加工产品的延伸, 产品结构合理, 盈利能力在同行业中处于较好水平。
3. 2013 年上半年公司非公开发行股票后, 资本金规模显著增加, 整体债务负担较轻。未来若非公开募投项目建成后, 公司将形成完整的挤压能力, 进一步提升公司的市场竞争力。

关注

1. 铝加工进入门槛较低，市场竞争激烈；原材料价格的剧烈波动或将对公司生产经营带来一定影响。
2. 公司地处东北，销售区域覆盖范围较为集中，易受个别省市相关下游产业的发展变化影响。
3. 近年公司项目建设投入较大，处于快速增长期的企业一方面将面临较大资金压力，另一方面项目是否能如期达到预期收益值得关注。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与吉林利源精制股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与吉林利源精制股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因吉林利源精制股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由吉林利源精制股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

吉林利源精制股份有限公司 2014 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

吉林利源精制股份有限公司（以下简称“公司”或“利源精制”）的前身是成立于2001年11月的辽源市利源散热器制造有限公司，初始注册资本50万元。经历增资、更名后重组为辽源利源铝业集团有限公司，后经股权转让、增资，2008年11月经吉林省商务厅吉商审办字[2008]187号文《关于辽源利源铝业集团有限公司变更为外商投资股份公司的批复》批准，由王民等23位自然人及新企创业投资企业、上海赛捷投资合伙企业、江苏新潮科技集团有限公司共同发起变更设立为吉林利源铝业股份有限公司（以下简称“利源铝业”），注册资本7,000万元。

经中国证监会证监许可[2010]1397号文《关于核准吉林利源铝业股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，利源铝业于2010年11月通过深圳证券交易所交易系统首次向社会公众公开发行普通股（A股）股票2,360万股，每股面值1元，每股发行价人民币35.00元。经深圳证券交易所深证上[2010]368号文《关于吉林利源铝业股份有限公司人民币普通股股票上市的通知》批准，利源铝业股票于2010年11月17日在深圳证券交易所上市交易（股票简称“利源铝业”，股票代码“002501”）。发行完成后，公司总股本为9,360万股。

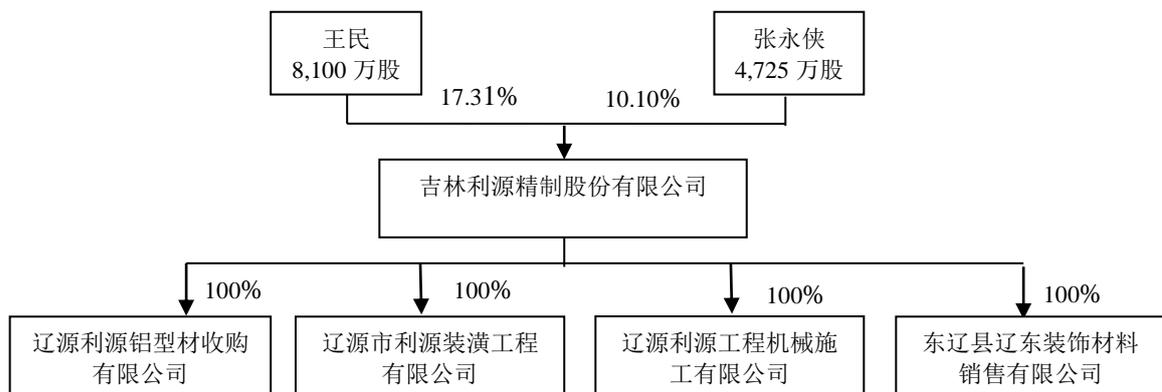
后公司历经两次资本公积转增股本，转增后公司总股本变更为33,696万股。2013年1月31日，利源铝业非公开发行股票的申请经中国证监会证监许可[2013]88号文核准，2013年4月，利源铝业成功发行13,104万股人民币普通股（A股），发行完成后公司股本变更为46,800万股。

公司于2013年10月21日召开的第二届董事会第十八次会议和2013年11月6日召开2013年第四次临时股东大会，审议通过了将公司的名称由“吉林利源铝业股份有限公司”变更为“吉林利源精制股份有限公司”。2013年11月8日，公司完成了工商变更登记手续。

经公司申请，经深圳证券交易所核准，自2013年11月20日起，公司全称由“吉林利源铝业股份有限公司”变更为“吉林利源精制股份有限公司”，公司证券简称由“利源铝业”变更为“利源精制”，公司证券代码（002501）不变。截至2014年6月底，公司注册资本为46,800万元。

截至2014年6月底，王民、张永侠夫妇合计持有公司12,825.00万股股份，持股比例为27.41%，为公司的控股股东和实际控制人。

图1 截至2014年6月底公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司主营业务为铝型材及深加工产品的研发、生产与销售业务。经营范围：生产销售铝合金精密加工件、铝型材深加工部件；石油化工、电子电器、航空、航天、航海、汽车、轿车用铝制

品部件；研发、制造铝制轨道车辆、车头、车体、集装箱；生产销售铝合金型材、棒材、管材（包括无缝管）、制造各种铝型材产品及铝门窗；生产销售钢化玻璃、中空玻璃、夹胶玻璃、防弹玻璃和防火玻璃（物理工艺过程）；经营本企业自产产品及相关技术的进出口业务（国家限定经营或禁止出口的商品除外）；经营本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进出口业务（国家限定经营或禁止的除外）；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。

截至 2014 年 6 月底，公司下辖 4 家全资子公司。公司本部下设生产部、销售部、设备部、技术部、供应部、工程部、企管部、人事部、证券部、财务部和审计部（详见附件 1）。截至 2013 年底，公司拥有在职员工 825 名，主要以生产人员和技术研发人员为主。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 457,684.66 万元，负债合计 148,439.15 万元，所有者权益 309,245.51 万元。2013 年公司实现营业收入 187,800.11 万元，净利润 28,995.36 万元；经营活动产生的现金流量净额 80,525.25 万元，现金及现金等价物净增加额 52,249.76 万元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 529,975.67 万元，负债合计 205,317.15 万元，所有者权益 324,658.52 万元。2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 93,134.59 万元，净利润 21,158.99 万元；经营活动产生的现金流量净额 38,252.72 万元，现金及现金等价物净增加额 40,864.15 万元。

公司法定代表人：王民。注册地址：吉林省辽源民营经济开发区友谊工业园区。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“吉林利源精制股份有限公司 2014 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次公开发行人公司债券规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），本次债券期限为 5 年期固定利率债券（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券采取网上与网下相结合的发行方式，票面利率由公司与其保荐机构（主承销商）通过市场询价协商确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务和补充公司流动资金。

三、行业分析

公司目前主营业务为铝型材及深加工产品的研发、生产与销售，主要产品包括建筑铝型材、工业铝型材、深加工铝型材等铝合金型材产品，产品广泛应用于汽车、轨道列车、消费电子电器、机电设备、电力设备、医疗器械、建筑等领域。

1. 行业发展概况

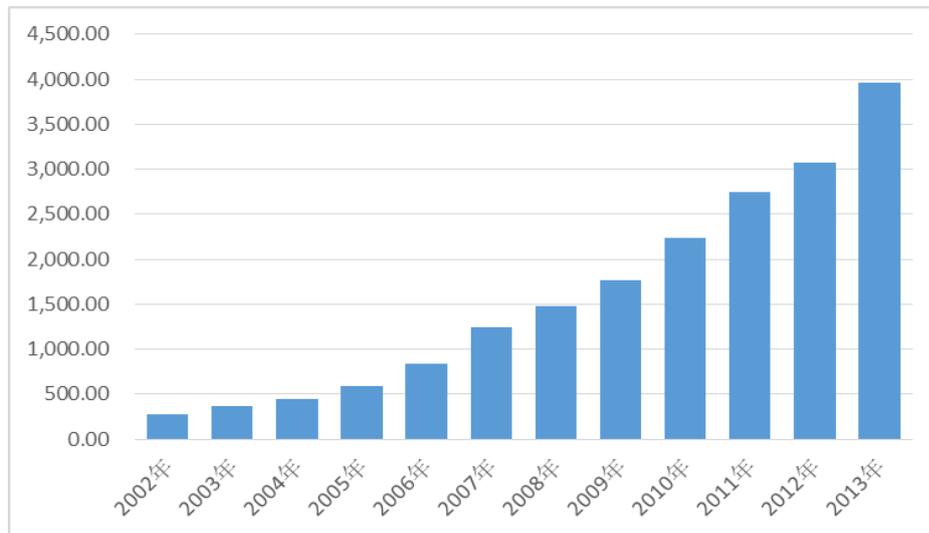
铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，在国民经济中占据重要地位。二十世纪八十年代以来，中国铝工业取得了长足发展，形成了从铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工为一体的较完善的工业体系。随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高，属于典型需求驱动的周期性行业。

铝加工行业处于整个产业链下游，铝加工产品主要分为铸造加工而成的铝铸件；铝轧制、压延而成的铝板带材和各类铝箔；铝熔铸、挤压而成的建筑型材和工业型材。其中建筑型材主要

用于建筑门窗、幕墙等；工业型材主要用于航天航空、军工、轨道交通、汽车、集装箱、机械和电子等领域。根据有色金属协会统计，目前中国铝材产品结构以型材为主，约占 50%左右，其次为板带箔材，约占 30%，其余为铸压件。

近年来我国铝加工材产量增长迅猛。2002~2013 年间铝材产量平均增速为 27.42%；2013 年，我国铝材总产量达 3,962.42 万吨，同比增长 29.92%；2014 年 1~6 月，我国铝材总产量已达 2,258.17 万吨，较上年同期增长 23.94%，产量持续增长。与此同时，在国民经济持续较快增长的拉动下，中国铝材消费量不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于上游电解铝的长期产能过剩，中国铝材市场总体保持供求平衡，但也存在产品结构不合理，结构性产能过剩等问题。

图 2 2002~2013 年我国铝材产量情况 单位:万吨



资料来源: Wind资讯

长期以来，中国铝加工产品中铝型材占较大比例，型材中又以建筑用型材为主，工业用型材占比较小。国外工业型材与建筑型材比例约为 7: 3，我国仅约为 3: 7，与欧美、日本等发达国家工业用型材比例显著大于建筑用型材比例的产品结构存在比较明显的差距。造成这种差距的原因较多，主要是由国家综合工业化发展水平和铝加工工艺成熟程度所决定的，目前我国铝加工行业低端产能过剩，中高端产品生产能力不足，产品结构仍有待进一步优化。

总体看，得益于中国城镇化建设和工业化进程持续加快，未来一定时期内铝产品的消费需求仍将较为旺盛，但消费结构将面临一定调整。

2. 行业上下游分析

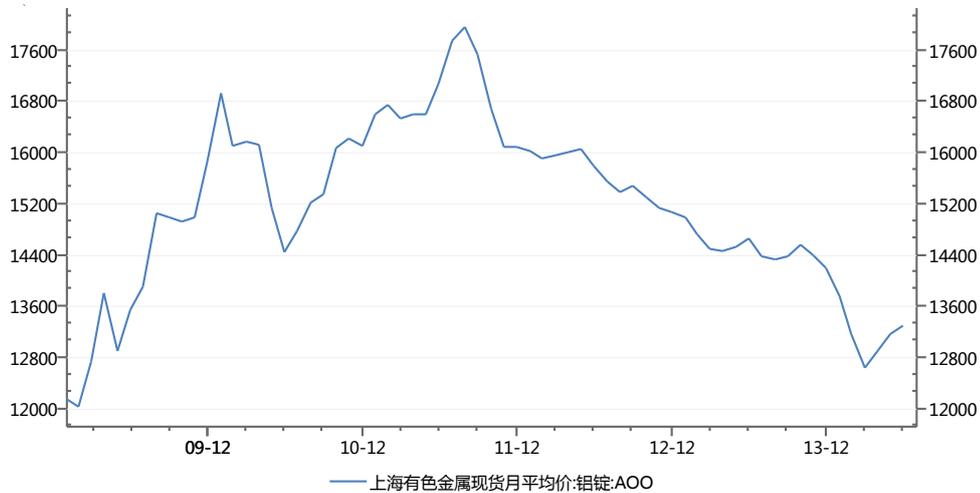
铝型材加工作为原铝应用的主要加工过程，其上游产业主要为电解铝行业，下游产业主要为交通运输、建筑、电力等行业。

上游：原铝供应充足，铝价波动较大。

从全球范围来看，近几年铝锭的供给呈过剩状态。根据国际铝业协会 IAI 统计，受全球经济环境影响，2013 年全球（包含中国）原铝产量 4,970.1 万吨，同比增长了 4.01%。目前全球范围内铝锭的实际供给能力超过需求水平，因而造成全球范围内铝锭库存的大幅提升，高能耗落后产能面临逐步淘汰。

目前，中国已成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国。根据国家统计局数据显示，截至 2013 年，我国原铝产量为 2,204.61 万吨，约占全球总产量近 45%。国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝价波动较大。2009 年金融危机之后，受国家经济政策刺激，铝行业下游逐渐复苏，电网建设、铁路及运输用铝增加，汽车、家电与房地产业的回暖，都从一定程度上刺激了对铝的需求，铝价随之攀升；2010 年，国内铝价先抑后扬，铝价的大幅波动及电力成本的上升给铝行业带来不利影响；进入 2011 年，国内铝价先升后降，2012 年以来总体保持了下降趋势。铝加工行业对原材料价格波动的控制能力较弱，尽管铝加工行业普遍采取“铝锭+加工费”的定价方式，但其主要原材料原铝的剧烈波动仍将对行业利润状况产生一定负面影响。2014 年 4 月以来，由于国际收储以及高成本产能的不断关停，新一轮供给缺口逐渐显现，国内铝价进入上升通道。

图 3 2009 年以来铝锭价格变动情况



资料来源: WIND 资讯

下游: 公司生产铝型材产品主要应用于交通运输、电力设备制造、建筑等行业，2013 年受国内相关行业固定资产投资减速影响，铝型材应用端需求有所放缓，但长期来看，发展潜力仍较大。

①交通运输业: 交通运输行业是国内铝型材消费增长最快的市场之一，2005 年~2011 年，我国交通运输业铝型材产品年复合增长率高达 30.5%。尽管发展速度较快，但 2011 年我国交通运输用铝型材仅占铝型材总消费量的 11.9%，与北美、欧洲、日本相比还有较大差距，发展潜力较大。其中，汽车、铁路及轨道交通等工业又是交通运输业中使用铝制品的主要产业。

汽车工业方面: 在经历多年的高速增长后，我国汽车产业已进入平稳增长周期。2012 年，汽车产销 2,059.70 万辆和 1,930.64 万辆，同比增长 6.30% 和 4.33%，2013 年在我国居民购买力不断增强、城市化进程加快等因素的带动下，年内汽车产销增速重回两位数，同比增长 14.76% 和 13.87%。总体来看，预计我国汽车工业在今后十年里仍将保持稳步增长的发展态势。另一方面，随着节能环保等概念日益深入人心，汽车及其他交通工具工业实现轻量化并最终达到节能减排目标的主要渠道是扩大铝材料的应用，因此尽管汽车工业增速放缓，但铝制品的应用潜力仍较大。

铁路工业方面: 短期看，铁路基建和列车投资有所放缓，2012 年铁路固定资产投资 6,309.8 亿元，较上年上升 6.99%，铁路机车增量较上年有所下降，2013 年铁路固定资产投资约 6,638 亿元，增速小幅下降。从长期看，铁路作为国内大宗物资和长途旅客的主要运输手段，未来将保持发展。根据铁路网中长期规划，预计未来 15 年中国铁路建设投入资金将达 2 万亿元，其中铁路机

车车辆投资占铁路建设总投资的比重将在较长时期内高于 25%。

城市轨道交通方面：2006~2020 年是中国城市轨道交通集中投资发展的时期。根据目前国务院审批的全国各地城市轨道交通建设规划，预计“十二五”期间，计划总投资 1 万亿元以上，规划建设 96 条轨道交通线路，国内城市轨道交通新增里程将达到 2,500 公里。到 2015 年全国城轨车辆保有量将达到 27,000 辆，其中铝合金车辆按比例 80% 计算即 21,600 辆。城市轨道交通运输事业的大发展必然带来对轨道车辆及铝型材的巨大市场需求。

②电力设备制造业：新能源设备制造是铝型材产品应用的新市场。太阳能光伏用铝型材主要用于太阳能电池边框和支架，风能发电领域主要应用在风电设备制造上。根据行业发展规划，2011~2020 年国家对新产业将增加投资 5 万亿元，其中计划实现太阳能装机规模达到 20GW 以上的目标；实现风电装机规模达到 2.5 亿千瓦时的目标。未来随着环保需求的日益提高，新能源用铝型材有望成为一个较大潜力的可持续发展的新市场。

③建筑业：铝型材在建筑领域的应用主要体现在铝合金门窗、幕墙等方面，目前建筑业在铝消费中大约占 31% 左右。建筑业与整个国家经济的发展、人民生活的改善有着密切关系。虽然近年政府对房地产行业进行了调控，房地产限价等政策使得投资性需求得到明显遏制，但受限房价、保障房面积大增等因素影响，2013 年全国房地产开发投资 86,013 亿元，比上年增长 19.8%。由于我国是发展中国家，城镇化建设，人民居住条件的改善还需要很长时间，正在进行的城市化进程中，对铝的需求仍将保持增长态势。

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

3. 行业竞争状况

铝工业具有一定区域性特征，河南、山东等地既为原铝生产大省又为铝加工材生产基地，同时也是上游氧化铝的主要产地，产业集群效应明显；广东及江浙地区经济发达，铝材应用企业密集，产量也处于国内领先水平。2013 年，我国铝材产量位于前五位的地区分别为山东、河南、广东、江苏和广西，五个省份的产量合计占全国产量 64.84%。辽宁、吉林等地，背靠东北工业基地，具有产业配套优势，且交通便利，是国内铝型材行业的后起之秀。

目前，国内铝型材生产厂商众多，但平均规模较小，中低端产品市场竞争激烈，高端产品供给不足，行业集中度有待提高。随着相关产业政策的出台，铝型材行业准入条件日益苛刻，行业新进入者日趋减少。此外，随着竞争格局的改变，汽车、电子电器、机电等下游行业逐步形成行业寡头，这些行业寡头对配件供应商的产品开发实力、产品品质、价格水平、交货期都有很高的要求，需要规模企业为其提供配套；同时，随着国内整体经济水平的提高，下游客户对铝材的需求日益多样化、品质化，从而对铝型材企业的生产经营提出了更高的技术、产品创新要求。以上因素使得优势企业的规模效应日益突出，推动国内铝型材企业的集中度加快提升，有利于铝型材行业的良性发展。

从行业盈利情况来看，主要铝业上市公司中，受铝土矿对外依存度大，电价上调和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。

总体看，铝加工业区域特征明显，行业利润水平相对稳定但处于较低水平，未来随着下游行

业需求的转变，行业集中度将进一步提高，规模企业将在竞争中占据更多优势。

4. 行业关注

与世界铝工业强国相比，我国铝工业在全球配置资源能力、产业集中度、技术装备水平、产品竞争力、技术创新能力等方面差距较大，与世界铝工业大国的地位极不相称。在铝型材细分行业，主要存在以下问题：

行业发展存在结构性矛盾

我国铝型材企业规模结构不合理，平均规模偏小，现代化铝型材制造企业与大批小企业并存，多数中小企业生产经营粗放，生产工艺和装备落后，生产集约化程度不高，抗风险能力较弱；其次，国内铝型材行业产品结构不尽合理，低端产品产能过剩，竞争激烈，而部分高性能、高精度产品尚不能完全国产化，需要进口；同时，目前国内铝加工企业深加工比例仅占约 30%，远低于发达国家 60%的水平，铝工业产业升级需求迫切。另外，国内铝型材行业的产能地区分布也不尽合理，较大部分产能远离原料产地，部分地区产能严重过剩依赖外销。

上述结构性矛盾的存在，容易引发企业间低端产品的过度竞争，行业整体难以获得生产和研发上的规模效益，增加了整个社会的物流压力，不利于行业整体竞争力的提升。

行业整体技术创新能力不足

我国铝型材行业是伴随着国外先进技术、设备的引进和消化吸收发展起来的，自身的技术创新能力在面对轨道交通、汽车、航空、电子、电力、信息等高新技术产业不断提出新要求的环境下显得相对不足。近几年来，我国的铝型材总产量迅速上升，但技术含量和附加值高的产品比例仍然偏低，许多还得从国外大量进口，行业整体技术创新能力有待提高。

5. 行业政策

我国鼓励高端铝加工企业的发展，特别是具有高性能或特种性能的铝合金企业的发展，由工信部印发的《铝工业“十二五”发展专项规划》提出要严控铝冶炼产能，大力发展精加工企业，鼓励加工型企业进一步延伸产业链，向铝部件制造方向发展，为下游制造业提供加工部件及服务。为完成铝工业“十二五”发展专项规划要求，加大对创新企业的政策扶持力度，工信部提出对在高精尖铝材产业化、节能减排、赤泥等废弃物综合利用新技术、新产品开发等方面有创新或新技术的企业给予财税政策支持。

表 1 近几年出台的铝行业重要政策

政策出台时间	政策内容	政策意图
2009 年 2 月	国务院：《有色金属产业调整和振兴规划》	应对危机、结构调整
2009 年 4 月	环境保护部发布了国家环境保护标准《铝工业发展循环经济环境保护	环境保护
2009 年 10 月	国土资源部发出通知，坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设势头	应对危机、结构调整
2009 年 12 月	工信部印发《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》	结构调整
2010 年 5 月	国家发改委、电监会、能源局联合下发通知，限期取消现行对电解铝、	结构调整
2011 年 12 月	工业和信息化部印发《再生有色金属产业发展推进计划》	结构调整
2012 年 1 月	《铝工业“十二五”发展专项规划》，引导铝工业健康持续发展，加	优化产业布局
2012 年 9 月	国家发改委以公告形式公布了所制定的《铝行业准入条件》	结构调整
2013 年 2 月	工业和信息化部颁布《关于有色金属工业节能减排的指导意见》	环境保护
2013 年 2 月	国家发改委公布《产业结构调整指导目录(2011 年本)》(2013 修正)	结构调整

资料来源：联合评级收集整理

总体看，综合以上国家产业政策，高附加值铝型材及深加工产业是国家长期鼓励和支持发展的行业，未来发展前景良好。

6. 行业展望

多年来，铝业产业链在技术升级中不断延伸，由最初的简单铸造压延挤压向精密度领域扩展，不断拓展铝应用领域，目前铝加工产品广泛应用在新兴领域如高铁、城市轨道交通、太阳能板、电动汽车、核电等领域，而我国的铝加工产品与自身需求存在差距，低端产能过剩，高端产品则需要大量进口。

“十二五”时期，铝工业既面临着发展机遇，也面临新的挑战。一方面，我国城镇化和工业化持续推进，为铝工业发展提供了较大市场空间。发展战略性新兴产业，交通工具轻量化，需要铝工业提供重要支撑。企业重组步伐加快，煤电铝加工产业一体化，为铝工业发展增添了新的活力。另一方面，应对全球气候变化，减少二氧化碳等温室气体排放的新形势，能源、资源和生态环境的制约因素日趋强化，节能减排任务繁重，国际贸易保护主义抬头，对国内铝材出口不断提出反倾销，迫切要求铝工业加快转变发展方式，加快转型升级。

总体看，铝工业作为传统行业，国家鼓励企业在结构调整、产能优化、技术更新等方面不断发展，具有自主创新技术和研发实力的企业将面临较好的发展机遇。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内主要的铝合金型材生产厂商之一，主要从事各种铝合金型材产品的开发、生产和销售，在东北三省及华北地区，生产技术水平、品种规格、市场份额方面均处于前列，具有明显的区域竞争优势。公司现有 25 条生产线，截至 2013 年底公司铝型材实际挤压生产能力约为 90,000 吨/年。产品包括建筑铝型材、工业铝型材、深加工铝型材等三大类铝合金型材产品。

公司产品质量在同行业内处于领先地位，品牌知名度较高

公司拥有先进的生产工艺和操作技术，产品无论内在质量如合金成分、强度、延伸率，还是表面处理的质量如色彩、光泽、表面硬度、平滑性、耐光、耐候、耐腐蚀等方面，都已超过国家标准，产品质量在同行业内处于领先地位。

公司自有品牌“利源”在同行业中具有较高的知名度，先后被评为“吉林省名牌”、“吉林省著名商标”。2009 年以来，公司在行业内的影响力进一步提升，承接了三井物产太阳能架台项目、上海地铁 6 号线、8 号线、长春轻轨车体铝型材项目、加铝英利奔驰、宝马车体铝型材项目、中建钢构重庆国际博览中心铝格栅深加工等知名项目。

公司拥有多元化、稳定、优质的客户群，有利于优化公司资源配置，增强未来发展潜力

公司拥有不同领域的国内、国际客户群体。工业材及深加工产品方面，主要包括日本三井物产金属制品有限公司、肯联英利（长春）汽车结构有限公司、长春轨道客车股份有限公司、山东泰开高压开关有限公司等。工业材及深加工产品客户通常规模较大，对产品质量、精度、交货时间要求较高，工业材及深加工产品客户在选择供应商时更加注重供应商的规模、产品品质、售后服务等可持续性方面，通常对供应商的考察期较长，一旦确定供应商后不会轻易变动，具有业务关系和需求稳定的特点。

建筑型材方面，公司目前以沈阳远大集团、哈尔滨隆迪科工贸有限公司、哈尔滨华加新型建材有限公司以及全国各地大型建筑铝型材经销商为主，在东北、华北地区具有众多、稳定的客户

群。

多元化、稳定、优质的客户群优化了公司的资源配置，丰富了公司的产业经验，增强了未来发展潜力。

工业与建筑铝型材平衡发展的两元发展模式有利于增强公司整体抗风险、抗周期能力

近年来，公司主导产品实现了由普通建筑铝型材向高端建筑铝型材及工业铝型材的转移。公司着眼于东北、华北地区市场，未来致力于发展成为该区域市场在生产技术水平、品种规格、市场份额方面均居前列的专业化供应商，成为国内工业与建筑铝型材两块业务平衡发展的综合供应商之一。两元发展的经营模式，有利于增强公司整体抗风险、抗周期能力。

总体看，公司是国内主要的铝合金型材生产厂商之一，目前已初步形成工业铝型材为主、建筑铝型材为辅，高档型材为主、低档型材为辅的产品格局，在东北三省及华北地区具有明显区域竞争优势。

2. 工艺及技术水平

公司产品生产中设计并实施了严格的工艺流程，大致可分为两类，即型材和深加工产品工艺流程（附件2）。公司设备技术先进，大部分设备从德国、意大利、日本、美国进口，在熔铸、挤压、表面处理各个环节均具有国际先进技术水平，在同行业中处于领先地位，具体如下：

变形铝及铝合金圆铸锭的熔炼和铸造技术

铝合金熔铸生产线主要分为四道工序，即熔炼、铝液净化，合金配比，铸造。公司引进先进设备，引入先进技术并通过自主创新不断加以改进，以全自动 PLC 闭环控制系统进行管理，构筑技术水平国内领先的全自动铝合金熔铸生产线。

公司熔铸设备选用世界先进的熔铝炉、均质炉，设备附件由美国进口，先进程度国内领先，在烧损率、节能减排方面具有较大优势。公司是国内同行中少数几家拥有大型立式淬火系统的企业，且设备性能领先，是公司生产高附加值、高强度的特殊铝型材的技术保障。公司是国内极少数掌握铝合金空心圆铸锭技术的企业之一，生产技术国内领先。

变形铝及铝合金挤压技术

公司采用技术先进的生产设备，其中大部分是从德国、意大利、日本、美国进口，使公司可以生产大型、高质量、高附加值的铝型材及深加工产品。2008 年完成安装并投产的 60MN 油压双动铝挤压机自意大利达涅利公司全套引进，为目前国内同型号中最先进的挤压机之一；2011 年底，公司投入生产的 45MN 德国西马克挤压机，是目前国内首台双动双向挤压机，其可以实现恒力挤压，有效减少挤压力损失，提高能量利用效率，控制制品温升，保证产品的性能指标，满足变径无缝管等加工要求很高的铝挤压材生产需要；2013 年初，公司从德国西马克梅尔公司引进的 100MN 正向挤压机正式投产，为国内同型号中最先进的挤压机之一，具有性能良好、运转可靠、控制精度高的特点，为生产大规格铝型材特别是交通运输铝型材提供了保障。同时，公司引进的德国西马克梅尔公司的 160MN 挤压机，为目前国际上最大规格挤压机之一。

公司已熟练掌握变径无缝管挤压技术，技术水平国际领先，打破国内对此产品长期依赖进口的局面；公司的在线固溶热处理技术，可使铝棒在挤压过程中进行固溶热处理并且达到与线外热处理同等效果。

全面、创新的表面处理技术

公司拥有的全自动立式表面处理生产线，表面处理型材长度最长达 7.6 米，颜色 2,000 余种。目前公司表面处理产品具备永不褪色、防酸、防碱、防盐雾的优异性能，技术成熟，技术水平国

内领先。公司率先引进静电粉末喷涂生产线两条(瑞士进口)、木纹转印生产线六条(意大利进口)、隔热复合生产线八条,成为国内领先的大批量生产电泳木纹产品的企业。公司铝型材表面处理技术处于国内领先地位。

深加工技术

随着首发募投项目的陆续投产,公司目前拥有自日本进口的5轴加工中心10台,3轴加工中心70台,大大的提高了铝型材的深加工能力,进一步提高了产品附加值和完善了公司的产业链,进而提升了公司的盈利水平和综合竞争能力;随着非公开募投项目的实施,公司陆续引进了五轴数控龙门铣、五轴数控龙门加工中心、先进的蒙皮拉伸机和摩擦搅拌焊设备,使公司具备车头车体等超大部件的深加工能力。

在重视先进生产设备投资的同时,公司还注重技术的引进、消化吸收和创新。公司技术研发中心下设设计科、工艺科、质检科、中心实验室和信息科,中心于2006年被评为省级企业技术中心,公司彩色喷涂、木纹转印隔热保温节能铝型材、仿不锈钢节能环保铝型材成果获辽源市科技进步一等奖。2010年底,公司被认定为高新技术企业;2013年,公司通过了高新技术企业复审,继续享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策。

总体看,公司在铝型材及深加工领域具有较强的持续创新能力和成熟的生产技术,主要产品和技术处于国内先进水平。

3. 环保与节能减排

公司的生产过程均为原料的物理反应,因此没有重负荷污染源,环保压力相对较轻。公司先后投资3,000多万元,用于污水、烟尘和废气、噪声以及固废的处理。公司制定了《污水处理站管理制度》和《检测中心管理制度》,定期委托辽源市环境监测站对生活用水和工业用水进行检测,明确了环保管理职责,并对污水治理、废气及粉尘处理、噪声控制、废渣处理等进行了明确规定。公司严格遵守国家有关环境保护的法律、法规,成立了环保领导小组,聘请具有多年实际工作经验的水务专工负责环境保护管理工作。多年来,公司在生产经营中未发生过环境污染事故和污染纠纷,也未曾因违反环保法律、法规而受到行政处罚。

总体看,公司生产环节污染小,且环保成本较低,未来面临的环境治理压力小。随着国家实施节能减排和淘汰落后产能工作力度的加大,公司的环保优势将益发凸显。

4. 人员素质

公司现有董事长兼总经理1名、董事兼副总经理1名、财务总监1名,现有高管从业时间较长,对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉,具有丰富的管理经验。

公司董事长兼总经理王民先生,54岁,高级工程师。历任利民装潢工程处总经理、辽源利源铝业有限公司执行董事兼总经理、辽源利源铝业集团有限公司董事长兼总经理。现任公司全资子公司辽源利源铝型材收购有限公司执行董事、总经理,公司全资子公司辽源市利源装潢工程有限公司执行董事,公司全资子公司辽源利源工程机械施工有限公司董事长、总经理。

截至2013年底,公司拥有在职员工825人。按照教育程度划分,本科及以上学历占比17.94%,大专学历占比16.97%,高中及以下学历占比65.09%;按照专业构成划分,生产人员占比72.85%,销售人员占比3.88%,技术及研发人员占比11.15%,行政人员占比6.67%,财务人员占比5.45%。公司作为生产加工类企业,生产及技术人员占比较大。

总体看,公司高层管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验,整体素质较高;员工中,生产及技术人员占比较大,能够满足公司目前生产经营发展需要。

5. 外部环境

(1) 税收优惠

根据2011年2月28日科学技术部火炬高技术产业开发中心《关于吉林省2010年第三批高新技术企业备案申请的复函》国科火字【2011】51号文件，公司被认定为高新技术企业，发证日期为2010年12月30日。2013年，公司通过了高新技术企业复审，并取得了《高新技术企业证书》（证书编号：GF201322000021，发证日期：2013年5月24日，有效期三年），企业所得税按应纳税所得额的15%计缴。

(2) 区域经济

公司所处的东北、华北地区铝型材生产能力严重不足，多年来一直是铝型材净输入地区，供需缺口巨大，是国内铝型材的“蓝海市场”。

受经济运输半径（成本）等因素的影响，铝型材生产和销售具有明显的区域特征。公司地处东北工业基地，紧邻充满经济活力的京津冀蒙地区，靠近原料和消费市场，在生产和销售方面均具有明显的区域优势和产业链配套优势。在国家“振兴东北”以及“打造中国增长第三极”战略部署下，该地区原本在国内拥有重要地位的汽车整车及零部件（一汽集团、北汽集团、华晨、哈飞）、轨道交通（长春客车、唐山客车）、石油化工（大庆、辽河）、电力设备、IT、航空等产业，将迎来进一步发展的良好机遇，同时亦将对工业铝型材产品形成持续、快速增长的消费需求。该地区近年来房地产业发展速度较快，带动了建筑铝型材需求的快速增长，尤其是北方地区因气温因素，对建筑节能标准高，对高品质节能建筑铝型材门窗需求日益提高。

总体看，公司所处地区区域经济发展良好，对公司产品的需求量较大，利于公司长远发展。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了以《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的工作制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。目前公司董事会由8名董事组成，包括独立董事3人，董事长1人；监事会由3人组成，其中职工代表监事1名。监事会是公司的监督机构，负责公司对董事、经理的行为及公司财务进行监督。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理受董事会的委托负责日常的经营管理、组织实施董事会决议并接受董事会和监事会的监督。

总体看，公司法人治理结构较完善，已按现代企业治理要求逐步建立健全相关框架及制度，认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在内部生产、质量控制、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。根据自身经营管理需要，公司下设生产部、销售部、设备部、技质部、供应部、工程部、企管部、人事部、证券部、财务部和审计部共计11个职能部门（详见附件1），各职能部门之间职责划分较为明确，在业务开展中既保持了应有的独立性，也能保持协作的顺畅。

在生产和质量管理方面,公司依据现有生产流程,从最初原材料入库到最终产品质量检测,均制定了详细的管理制度,并明确了生产流程中各车间的管理;公司执行完整、严格的质量控制和管理体系。

在生产安全方面,公司建立健全了各项安全生产管理制度、各岗位安全操作规程、各类设备标准操作程序及操作、检修、维护制度,保证设备正常运行,防止设备及人身安全事故的发生;对员工进行定期或不定期的安全生产培训,强化安全意识;成立了安全生产领导小组,安全领导小组由公司总经理任组长,负责公司日常的安全生产管理工作;公司定期或不定期的进行安全生产大检查,把安全生产作为重要的绩效指标进行考核,并推行部门首长责任制;为员工配置工作所需的健康安全防护用品,严格按国家标准进行更新与检测。公司自设立以来,未发生重大伤亡事故。

公司实行统一的财务制度,各控股子公司严格执行。各级子公司设有各自的财务部门,独立核算,但所有子公司的财务人员服从公司统一管理,各公司资金之间可以及时调度,保证资金的安全及公司资金的使用效率。

总体看,公司部门设置齐全,内部管理制度较为健全,管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为铝型材及深加工产品的研发、生产与销售业务,产品用途广泛,大致上可分为三大类,即工业铝型材、建筑铝型材和铝型材深加工产品。自成立以来,公司主营业务、主导产品均未发生过重大变化,其中工业用材作为公司的核心产品始终在产品序列中占有主导地位,2011年工业用材销售收入占公司营业收入的50%以上,2012和2013年略有下降,主要是由于公司深加工材产销量增加所致;其次为建筑装饰用材,占公司营业收入的30%以上。

图4 2013年公司营业收入构成情况



资料来源:公司年报

近三年公司整体收入稳步上升,收入规模呈增长趋势,各项主营业务成本随之均呈现上升态势(详见下表)。2011年公司实现主营业务收入123,495.18万元,同比增长20.41%,主要是由于公司专注于工业型材、建筑型材的生产销售,随着产能扩大,建筑型材和工业型材销售均有较大幅度增长,工业型材增速超过建筑型材,同时深加工产品的生产与销售增加;2012年公司实现主营业务收入152,291.15万元,同比增长23.32%,主要是当年成功开发重庆国际博览中心铝格栅深加工项目,同年实现销售1.73亿元,另外,对三井物产金属制品有限公司等重要客户的销售持续增长,其中三井物产的销售达到6,137.16万元,增幅超过150%;2013年公司实现主营业务收

入 187,723.04 万元，同比增长 23.27%，主要由于首发募投项目顺利投产，产业链不断完善，销售领域不断扩大所致。

表 2 公司近年主营业务收入及主营业务毛利率情况 单位：人民币万元

项目	2011年		2012年		2013年		2014年1~6月	
	主营业务	毛利率	主营业务	毛利率	主营业务	毛利率	主营业务	毛利率
工业用材	62,959.98	20.23	68,758.05	24.40	86,523.91	25.98	37,602.10	33.68
建筑装饰用材	38,356.42	17.91	46,795.83	22.01	60,568.39	25.25	30,313.33	32.29
深加工材	22,178.78	22.92	36,737.26	29.95	40,630.74	28.68	25,202.53	34.12
合计	123,495.18	19.99	152,291.15	25.00	187,723.04	26.33	93,117.96	33.35

资料来源：公司年报

从盈利情况看，2011~2013 年公司主要产品综合毛利率分别为 19.99%、25.00%和 26.33%，整体盈利水平持续上升，公司通过提高高端品占比、延伸产业链的方式，增加产品附加值，同时降低产品加工过程中的各项消耗，节约成本，从而提高了毛利率。从产品种类来看，各类产品毛利率均呈现上升趋势，体现出公司产品结构不断优化，产品附加值不断提高。工业型材是公司的主要产品，2010 年公司首次公开发行并上市后，高端工业型材订单增加，推动毛利率增长；建筑型材是公司的传统产品，2013 年公司增加了建筑型材深加工产品（门窗一体化建筑型材）的销售占比，带动建筑型材毛利率进一步提高；公司深加工材的毛利率始终保持在较高水平，2013 年小幅下降至 28.68%，主要是生产产品品种略有不同所致。

2014 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 93,117.96 万元，较上年同期减少 7.03%，主要原因是公司产品定价模式为“铝锭价格+加工费”，铝锭价格较上年同期有所下降影响了公司销售价格，导致营业收入下降；综合毛利率为 33.35%，较上年同期提高 6.70 个百分点，主要原因是公司特殊的产品定价模式，铝锭价格下降，使公司产品毛利率上升；公司高附加值产品的产销量增加导致毛利率的提高。

总体来看，公司营业收入随着销售规模的扩大而逐年增长，核心工业用材业务占比保持在 50%左右，同时公司根据市场需求，不断延伸产业链，毛利率较高的深加工材的收入逐年增长。

2. 原材料采购

公司铝加工产品主要原材料为铝锭、铝棒，另外需要少量合金（镁锭、锰剂、铁剂、铜剂等）、涂料等，其中铝锭和铝棒作为主要原材料在原料消耗总量中占比约为 85%以上，对公司采购成本影响最大。其采购来源和价格的稳定性与电解铝的产能、产量有直接关联。公司实行战略供应商制度，与一些具有一定规模和经济实力的电解铝供应商签订了长期采购协议，建立了长期稳定的合作关系。在安排生产采购方面，公司采用“以销定产、以产订购”方式，根据客户订单及生产经营计划采用持续分批量的形式向供应商实施采购。通常依照上一年生产情况，年底制定新一年采购计划，再分解至每个月，依实际情况调整。

2013 年公司生产成本中电力占比约 1.28%，燃气占比约 1.43%（详见下表）。公司不属于高耗能企业，电力与燃气在公司成本中所占比重较低，电力、燃气价格波动对公司成本影响较小。

公司原材料采购定价方式主要包括：铝锭主要以上海长江有色金属现货铝价格等权威市场价格为基础确定；铝棒则通过向电解铝厂商采购电解铝并委托其加工为铝棒，定价方式为“电解铝价格+加工费”，其中电解铝价格主要参考上海长江有色金属铝现货的月加权平均价格确定。从实

表3 公司产品成本结构 单位：人民币万元/%

项目	2011年		2012年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	89,145.72	87.98	94,576.43	85.59	121,211.73	88.39
废铝	23.38	0.02	876.11	0.79	18.17	0.01
铝锭	72,954.00	72.00	85,812.09	77.66	97,798.11	71.32
铝棒	14,502.50	14.31	4,377.29	3.96	21,559.93	15.72
其他	1,665.85	1.64	3,510.94	3.18	1,835.52	1.34
人工费	1,394.14	1.38	1,492.76	1.35	915.59	0.67
制造费用	10,779.38	10.64	14,423.75	13.05	15,004.83	10.94
折旧	4,079.89	4.03	5,337.84	4.83	7,327.30	5.34
物料消耗	2,841.07	2.80	3,395.00	3.07	3,209.57	2.34
电费	1,664.74	1.64	1,825.04	1.65	1,753.28	1.28
天然气	2,057.33	2.03	1,960.59	1.77	1,957.92	1.43
其他	136.36	0.13	1,905.27	1.72	756.76	0.55
合计	101,319.25	100.00	110,492.95	100.00	137,132.15	100.00

资料来源：公司提供

际采购价格情况看，2011年至2013年，铝锭、铝棒的平均采购价格整体呈下降态势。在公司与供应商的结算方式方面，原材料采购付款方式主要是现款，货款为100%预付。

从采购数量方面看，铝锭占公司产品成本比重最大，并逐年持续上升，2011~2013年分别为72.00%、77.66%和71.32%，近年来随着订单数量的增加，公司采购量呈持续上涨趋势，由于上游供应商扩大产能，下游需求放缓，2013年铝锭供应较充足；铝棒采购量波动较大，总体呈现波动中增长趋势。

表4 公司原料采购价格及数量情况

原料	项目	2011年	2012年	2013年
铝锭	采购均价（元/公斤）	15.17	13.19	12.41
	采购数量（万公斤）	4,861.19	6,499.07	8,017.60
	金额（万元）	73,744.21	85,712.72	99,510.71
铝棒	采购均价（元/公斤）	15.46	14.09	12.80
	采购数量（万公斤）	928.65	310.61	1,684.42
	金额（万元）	14,357.00	4,377.29	21,559.93

资料来源：公司提供

公司对原材料质量要求较高，原材料实行严格的质量控制，因此采购渠道较为集中。近三年，公司前5名原材料主要供应商占公司总采购金额的比例分别为66.46%、85.41%和93.06%，供应商集中度逐年上升。考虑到国内电解铝行业整体产能过剩的现状，公司的原材料供应充足，采购风险较小。

总体看，公司目前拥有稳定的原材料供货渠道，与主要原材料供应商建立了长期良好合作关系，原料供应充足。

3. 生产情况

公司采取“以销定产”的生产模式。根据行业特性以及主要客户群体较为稳定的特点，公司每年与下游常年客户签订产品销售的框架协议，约定全年供需数量、规格、定价方式等，公司依据与客户签订的框架合作协议及客户的采购惯例制定生产计划并组织实施。并针对不同类型的产

品采用不同的生产方式：针对通用半成品、常用产品，公司为提高生产效率，降低过程成本，采用大批量生产方式；针对不同客户对产品不同成分、不同规格的要求，公司采用多品种、小批量生产方式，以适应市场的快速变化和客户的个性化需求。公司于每年年初依据上一年生产情况制定生产计划，实行严格的订单评审流程，由生产、采购、销售和工艺质量部负责人共同参与讨论评审，订单确认后，销售部将订单下达至各个车间开始生产，在生产过程中严格控制生产成本。

截至 2013 年底，公司已投产 22 条生产线，已投产生产线运转状况良好，自动化程度高。因铝型材的生产过程首先是铝锭或废铝经过熔铸后挤压，因此行业内通常将挤压生产能力作为铝型材产品的设计生产能力。

截至 2013 年底，公司设计挤压生产能力约为 150,000 吨/年。上述挤压生产能力是指其生产线在理想工作状态下的最大生产能力（或设计生产能力），实际生产过程中的生产能力与其存在较大的差距，原因在于：①单台挤压机的设计生产能力是按照与挤压机的挤压能力相适应的标准截面和长度作为计算依据，而实际生产过程中却是根据客户要求的截面和长度进行生产；而客户要求的截面和长度基本均小于挤压机设计产能所使用的标准截面和长度，因此挤压机的设计生产能力不能充分发挥。②挤压机的生产能力是按照连续生产的状态计算的，但实际生产过程中，因公司生产的型材品种规格较多，且为满足客户的多样化需求，故生产过程中模具更换频繁，因此每台挤压机不可能连续生产，从而影响了设计生产能力的发挥。截至 2013 年底，公司现有实际产能约为 90,000 吨/年。近三年公司产品产量逐年稳步上升，2013 年产量达 78,267 吨/年，较上年同期增长 23.14%；同期产能利用率不断提高，近三年均保持在 85% 以上。

表 5 公司产能产量情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年
设计产能(吨/年)	110,000	120,000	150,000
实际产能（吨/年）	66,000	72,000	90,000
产量（吨/年）	56,254	63,561	78,267
产能利用率（%）	85.23%	88.28%	86.96%

资料来源：公司提供

为了保证产品质量，公司专门成立了技术中心和品质管理部门，负责公司的技术创新和品质保证工作，建立了完善的质量控制体系。公司在设备投资时即充分考虑了产品质量保证，公司主体设备及关键部位均由国外引进；另一方面，从严控制原料质量也对保证产品质量起到了关键性作用，公司严格挑选供应商保证原材料质量，对原料的质量标准作出了明确的规定。

总体看，公司生产状况良好，产能持续扩大，产品产量稳步上升。

4. 销售情况

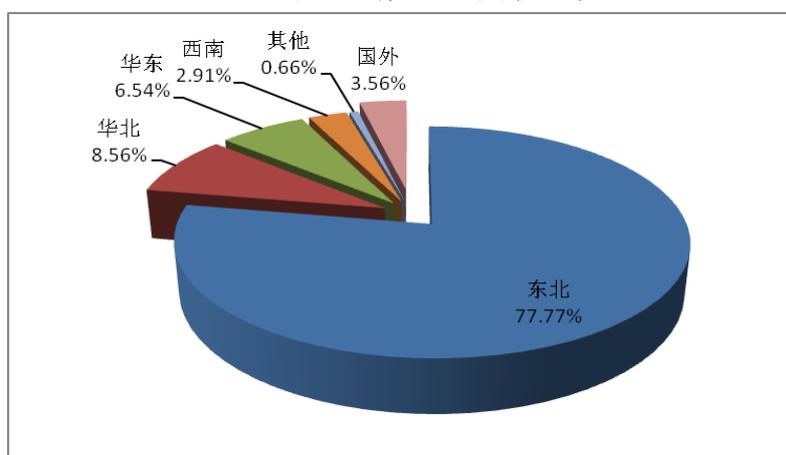
公司产品销售采用直销（由公司直接销售给终端客户）与经销（公司销给经销商后由其自行销售）相结合的销售方式。其中，工业材及深加工材基本通过直销，部分建筑材也直接销售给下游大型门窗、幕墙企业，比如沈阳远大等。直销方式有利于建立长期、稳定的客户渠道，能有效地提高产品销售价格，实现效益最大化。部分建筑材通过经销商向零散性终端用户进行销售。经销方式有利于发挥经销商在当地的销售网络优势，提高公司资金运作效率，实现规模最大化。公司与常年客户签订产品销售的框架协议，约定全年供需数量、规格、定价方式等要素，供需双方根据框架协议，以传真或网络形式确定每批产品的发货数量和规格，并按照约定组织生产、发货、

结算、回款，提供一切售前、售中和售后服务。

公司产品主要消费群体包括电子电器生产商、轨道车辆制造商、汽车配件生产商、电力设备制造商、建筑门窗幕墙生产商和铝材经销商等。公司产品销售策略取决于产品的市场定位，工业型材为主导的产品定位决定了销售人员队伍规模小，费用不高，以维护大客户为主，以中小客户为辅，以高端产品为主，以通用产品为辅。

公司产品销往全国各地，但限于公司所处地理位置，销售区域主要集中在东北、华东和华北地区（详见下图），客户覆盖区域较为集中，易受个别省市相关下游产业的发展变化影响。除国内市场外，公司出口业务增长迅速，目前公司所生产的太阳能框架结构及智能电子散热器等产品全部出口日本。

图5 公司产品主要销售区域



资料来源：公司年报

从产品销量情况来看，近三年公司产品销售情况稳中有升。2013年尽管宏观经济不利，但公司产品下游需求相对稳定，公司全年完成产品销量 78,259.49 吨，较上年同期增长 23.12%。其中，工业用材完成销量 37,630.81 吨，同比增长 24.51%；装饰、建筑用材完成销量 26,238.59 吨，同比增长 27.79%；深加工用材完成销量 14,390.09 吨，同比增长 12.32%。公司实行以销定产的生产模式，因此产销率始终保持在高水平。

从产品销售价格情况来看，在销售定价上公司主要采取“基准铝价+加工费”的定价原则，公司与客户确定的基准铝价一般有两种方式：客户预付全款的情况下，以订单前某段时间的上海长江现货铝平均价格为准；客户预付部分货款的情况下，订单日与发货日之间铝锭涨幅如超过 1,000 元/吨，则按照发货日一周的上海长江现货市场的平均铝价格作为基准铝价。2013 年公司深加工用材销售均价有所下降，主要是由于生产的深加工产品有所不同所致。

表6 公司产品销售数量及销售价格情况 单位：吨、元/吨

产品类别	2011 年		2012 年		2013 年	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价
工业用材	28,311.65	22,238	30,222.14	22,750	37,630.81	22,993
装饰、建筑用材	19,757.29	19,414	20,532.01	22,790	26,238.59	23,084
深加工用材	7,949.05	27,901	12,811.79	28,670	14,390.09	28,235

合计	56,017.99	22,046	63,565.94	24,737	78,259.49	23,987
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：公司提供

从客户集中度看，2011年~2013年公司对前五大客户销售实现收入合计占比分别为54.95%、47.59%和29.63%，客户集中度逐年下降，近年公司下游客户相对稳定。

表7 2013年公司对前五大客户销售情况

客户名称	销售额（万元）	总额占比（%）
第一名	32,834.13	17.48%
第二名	6,641.15	3.54%
第三名	5,449.94	2.90%
第四名	5,375.02	2.86%
第五名	5,351.64	2.85%
合计	55,651.88	29.63%

资料来源：公司提供

公司对下游客户的货款结算信用期一般控制在45天以内（框架工程类除外），公司的货款回收方式大致有现款、银行票据两种。结算方式分为两种：收到订单后，客户预付部分货款，到货后缴纳剩余部分；对于框架工程类订单，按照提交订单、到货、安装和质保的工程进度节点支付货款。

总体看，近年来公司专注于发展主业，公司的产品质量和品牌名誉度受到客户认可，产品销售量逐年扩大，实现收入和利润规模的较快增长，其整体经营发展趋向良好。

5. 经营效率

2011~2013年公司应收账款周转次数分别为29.70次、33.38次和27.83次，呈波动中下降趋势。应收账款、营业收入的复合增长率分别为70.20%、23.32%，应收账款增长率远高于营业收入增长率，但其整体规模仍相对较小。2011~2013年公司存货周转次数分别为13.54次、14.00次和18.31次，呈逐年上升态势；随着公司资产规模的扩大，总资产周转次数呈现波动下降态势，2011~2013年分别为0.61次、0.52次和0.46次。整体看公司经营效率较高。

6. 重大投资项目

2010年公司成功上市后，逐步进入快速成长期，建设投入持续增加。目前，公司IPO募投项目“特殊铝型材及铝型材深加工项目”和“大截面交通运输铝型材深加工项目”已全面完工，并顺利投产。2013年，特殊铝型材及铝型材深加工项目实现效益6,123.27万元；“大截面交通运输铝型材深加工项目”实现效益395.36万元。随着设备产能的逐步释放，公司经营规模将进一步扩大，同时产业链的进一步延伸有利于提高公司综合竞争力。

此外，截至2013年底，公司非公开募集“轨道交通车体材料深加工项目”已累计投入159,652万元，未来几年，公司仍需投入约29,608万元，资金来源主要是自筹资金，具体投资金额和进度安排将根据市场需求等实际情况灵活调整。项目建设期预计24个月。项目达产期计划2年，投产第一年达产60%，第二年完全达产。项目达产后的年均销售收入预计为133,675万元，年均净利润38,151万元，财务内部收益率为22.7%，投资回收期5.9年（含建设期2年），表明项目具有较

强的盈利能力。但项目实施后，实际生产能力是否能达到初始设计生产能力的正常状态；项目投产后，市场需求情况和公司的营销能力能否使增产产品顺利实现销售，都将直接影响项目投资收益和公司整体效益。

表 8 公司目前重大项目基本情况

项目	主要产品	预计投资总额 (万元)	截至 2013 年底 已投资 (万元)	未来投资计划	资金来源	预计投入运营 时间
轨道交通车体材料深加工项目	车头车体大部件、机电产品、轿车车体材料等铝型材制品	189,260	159,652	29,608	募集资金和自筹资金	2014 年 12 月

资料来源：公司提供

总体看，随着公司募投项目的推进，公司经营规模进一步扩大，产品结构进一步完善，公司盈利能力有望得到提升；另一方面，随着经营规模扩大带来的对营运资金的需求和非公开募集资金项目的逐步投入，公司未来仍将面临较大的资本支出。

7. 未来发展

公司将继续坚持“以质量为主产量为辅”、“以新产品为主常规产品为辅”、“以发展高档型材为主低档材为辅”、“以长远利益为主眼前利益为辅”，持续推进产品结构升级，不断延伸产品线，扩大公司规模和实力，把公司建设成为行业领先的知名企业。

非公开募投项目建成后，公司将形成从 30MN 以下、45MN、60MN、80MN、100MN、160MN 完整的挤压机序列。公司将实现小到精密电子产品零件，大到车头车体超大部件的深加工能力，将从单一的铝型材供应商转变为工业机械产品供应商。

总体看，公司具有在产品质量、技术研发能力和品牌影响力上的多重优势，发展规划清晰可行，随着公司未来发展规划的落实，长期发展前景广阔。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011~2013 年度合并财务报表已经立信会计师事务所审计，并均出具了标准无保留审计意见。公司执行现行企业会计准则。近三年公司合并报表范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 457,684.66 万元，负债合计 148,439.15 万元，所有者权益 309,245.51 万元。2013 年公司实现营业收入 187,800.11 万元，净利润 28,995.36 万元；经营活动产生的现金流量净额 80,525.25 万元，现金及现金等价物净增加额 52,249.76 万元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 529,975.67 万元，负债合计 205,317.15 万元，所有者权益 324,658.52 万元。2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 93,134.59 万元，净利润 21,158.99 万元；经营活动产生的现金流量净额 38,252.72 万元，现金及现金等价物净增加额 40,864.15 万元。

2. 资产质量

2011 年~2013 年公司资产规模增长迅速，年复合增长率为 43.23%，截至 2013 年底，公司资产总额共计 457,684.66 万元，主要是近年公司生产和销售规模逐步扩大，营业收入和净利润快速

增长带动公司呈快速发展态势所致。从资产结构看，近三年公司流动资产占总资产比例分别为 51.35%、40.76% 和 34.47%，主要是随着首发和非公开发行募集资金投资项目的实施，在建工程、固定资产等非流动资产的金额及占比相应增加，流动资产占比相应有所下降，总体看公司近年资产结构符合公司经营发展所处阶段特征。

流动资产

近年公司流动资产构成整体变化不大，主要以货币资金（占比 81.36%）和预付款项（占比 8.99%）为主，截至 2013 年底公司流动资产 157,757.73 万元。

公司货币资金规模较大，2011~2013 年其规模持续增大。主要原因：一方面是原材料成本占主要产品生产成本的比重较高，为满足正常生产需要采购大量的铝锭等原材料，必须维持一定的流动资金储备；另一方面，2012 年公司货币资金大幅增长（同比增长 195.11%）主要是为保证非公开发行股票募投项目前期投资而增加银行借款及以融资租赁方式增加融资所致，2013 年公司货币资金规模进一步增长（同比增长 19.38%），主要是 2013 年上半年公司非公开发行股票共募集资金净额 141,275.32 万元所致。截至 2013 年底，公司货币资金余额为 128,358.11 万元，其中现金和可动用银行存款 115,621.60 万元，占货币资金总额的 90.08%，其余为信用证保证金和履约保证金（保函保证金）等各类保证金共计 12,736.51 万元。

公司预付款项规模较大，主要原因：一方面是铝加工企业原料采购通常采取预付款的模式；另一方面近年来公司处于快速增长期，建设投入较大，公司预付工程款和设备采购款增长较快。其中，2011 年末为享受原材料价格优惠公司集中预付铝锭款 3 亿元，同年公司开始建设新厂区，预付部分土地出让金和工程款项，截至 2011 年底公司预付款项达 65,332.62 万元，同比增长 515.54%；2012 年随着项目实施及上年末支付预付款铝锭的到货，公司预付账款规模大幅减小，截至 2012 年底公司预付款项余额为 25,801.21 万元，主要为预付非公开发行股票募投项目设备款；2013 年随着设备的部分到货，公司预付款项余额降至 14,177.22 万元。

公司销售结算方式决定其应收账款规模整体相对较小，截至 2013 年底，公司应收账款净额为 6,342.60 万元，其中中建钢构江苏有限公司和沈阳远大铝业工程有限公司两家客户应收货款占应收账款余额的 71.02%，占比较高，但上述两家客户规模较大、信誉良好，发生坏账的可能性很小。

公司存货主要是由原材料、在产品 and 库存商品等构成。截至 2013 年底，公司存货净值 8,260.21 万元，同比增长 20.69%，主要是为了满足不断扩大的生产规模的需要，公司相应增加了原材料储备。存货中原材料占 61.38%、在产品占 25.28%、库存商品占 11.84%，其余为周转材料。

截至 2013 年底，公司还存在少量的应收票据和其他应收款，金额较小。

非流动资产

近三年公司非流动资产规模增长迅猛，三年复合增长率为 66.23%，主要是近年来公司处于快速增长期，建设投入较大使得固定资产和在建工程迅速增长所致。截至 2013 年底，公司非流动资产为 299,926.93 万元，同比增长 40.64%；公司非流动资产构成以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，上述三项占比分别为 37.20%、60.46% 和 2.21%。

近三年公司固定资产规模呈增长趋势，年复合增长率 42.95%。截至 2013 年底，公司固定资产账面价值 111,560.52 万元，同比增长 48.78%，主要是首发募投项目达到预定可使用状态，由在建工程转入固定资产所致。其中，房屋建筑物占 12.49%、机器设备占 85.93%、运输工具及其它固定资产占 1.58%，以机器设备为主的固定资产构成符合公司所属行业特征。截至 2013 年底，公司固定资产累计计提折旧 32,355.99 万元，固定资产成新率为 77.52%，成新率较高。

近三年公司在建工程保持了较大规模，年复合增长率达 85.11%。截至 2013 年底，公司在建

工程金额达到 181,333.35 万元，较上年增加了 38.33%，主要是公司非公开发行募投项目持续投资所致。

公司无形资产主要来自于土地使用权。截至 2013 年底，公司无形资产净值共计 6,616.20 万元，已累计摊销 516.54 万元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额为 529,975.67 万元，较年初增长 15.79%。公司资产负债中流动资产和非流动资产的构成变化较小；流动资产仍以货币资金、预付款项为主；非流动资产中各项资产构成较年初变化不大。

总体看，近年来随着 IPO 和非公开发行业股票的完成，公司资产规模大幅增长，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

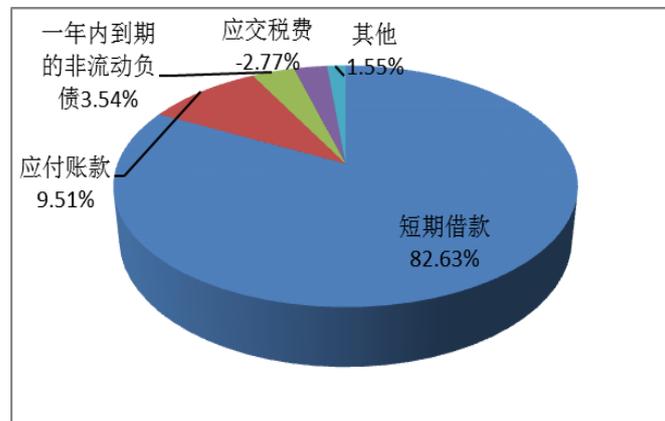
负债

2011~2012 年公司负债规模随着资产规模的扩大整体呈增长态势，2013 年通过非公开发行股票，公司共募集资金净额 141,275.32 万元并偿还原有借款，负债规模有所下降。截至 2013 年底，公司负债合计 148,439.15 万元，其中流动负债占 74.55%，非流动负债占 25.45%，流动负债占比较大。

截至 2013 年底，公司流动负债为 110,660.53 万元，同比减少 31.39%，流动负债规模有所回落，主要是非公开发行股票募集资金到账后归还原有借款所致。

公司流动负债以短期借款、应付账款为主（详见下图）。

图 6 截至 2013 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司提供。

为满足资金周转与业务发展的需求，公司短期借款规模在 2011~2012 年持续快速增长，2013 年非公开发行股票募集资金到账后，公司归还了原有借款，使得短期借款规模同比下降 21.39%。截至 2013 年底，公司短期借款余额 96,800.00 万元，全部为信用借款，公司在当地金融机构中的信用水平较高，融资渠道较为畅通。

截至 2013 年底，公司应付账款余额 11,146.46 万元，主要是辅助原材料采购应付账款以及工程和设备的质保金余额。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债为 4,149.64 万元，主要为一年内到期的长期借款。

截至 2013 年底，公司非流动负债为 37,778.62 万元，主要由长期借款和其他非流动负债构成，占非流动负债的比例分别为 73.85% 和 25.23%，另有少量长期应付款。

为配合长期项目的建设需求，近年公司保持了一定规模的长期借款融资，截至 2013 年底，公司长期借款余额为 27,900.00 万元，同比下降了 24.59%，主要是非公开发行股票募集资金到账后归还原有借款所致；公司其他非流动负债全部为递延收益，主要由与资产相关的政府补助构成，截至 2013 年底，共计 9,531.17 万元；公司长期应付款为应付公司取得的轨道列车用铝型材国债专项资金剩余款项，截至 2013 年底，共计 347.45 万元。

2011~2013 年，公司整体负债水平呈波动变化。2011~2012 年，随着建设项目的不断投入，公司负债水平持续上升；2013 年，得益于非公开发行募集资金的到账，公司整体负债水平大幅下降。截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 32.43%、29.41% 和 8.28%，处于较低水平，为后续公司进一步扩大经营提供了债务融资的空间。但从负债结构上看，公司仍以短期债务为主，短期债务占全部债务 78.35%，未来随着 IPO 募投项目产能的逐步释放，公司日常流动资金需求将进一步扩大；同时，为保持并进一步增强在铝型材领域的竞争优势，在一段时期内，公司势必不断增加基本建设投入，包括非公开募投项目等，造成融资需求较大，为缓解短期债务压力，公司债务结构有待完善。

截至 2014 年 6 月底，公司负债总额为 205,317.15 万元，较年初增加 38.32%，主要系短期借款和其他应付款大幅增加所致，因此公司流动负债占比进一步增加，达到了 81.77%，短期债务压力进一步增加。

所有者权益

2013 年 5 月公司完成非公开发行股票，募集资金净额 141,275.32 万元，注册资本增至 46,800.00 万元，其余计入资本公积。截至 2013 年底，公司所有者权益合计为 309,245.51 万元，其中股本占 15.13%、资本公积占 62.15%、未分配利润占 19.71%，其余为盈余公积和专项储备，所有者权益结构趋于稳定。

截至 2014 年 6 月底，公司所有者权益为 324,658.52 万元，较上年末小幅增加 4.98%，主要来自于专项储备和未分配利润的增加。

总体看，目前公司债务水平较低，整体债务负担不重，但现有债务主要为短期债务，随着 IPO 募投项目产能的逐步释放以及对基本建设的投入，公司日常流动资金和建设资金需求将进一步扩大，融资需求仍会加大，整体看公司债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2011~2013 年在公司业务规模稳步上涨的带动下，公司营业收入持续增长，三年复合增长率达 23.32%，2013 年公司实现营业收入 187,800.11 万元；2011~2013 年公司分别实现净利润 14,170.42 万元、20,204.70 万元和 28,995.36 万元，随着公司各类产品毛利率水平的持续提高，公司盈利能力稳步增强。

从期间费用情况看，随着公司经营规模的扩大，2011~2013 年公司费用总额呈上升趋势，近三年年均复合增长率为 41.45%，主要是近年公司财务费用增长较快所致。近三年公司费用收入比分别为 6.25%、9.57% 和 8.22%，从与同行业上市公司比较来看，公司销售期间费用率处于一般水平。

从盈利指标情况来看，除 2013 年非公开发行带动公司净资产增加使得净资产收益率小幅下降外，近年公司净资产收益率和总资产报酬率呈稳步上升趋势。这主要得益于公司坚持产品结构升级，不断延伸产品线，以发展高档型材为主、低档材为辅的发展战略，使得公司产销量和产品毛

利率得到持续提升，2013 年公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 12.84% 和 11.10%。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标均处于行业良好水平（如下表所示，仅以 2012 年数据为参考）。

表 9 2013 年主要铝加工上市公司盈利指标情况

指标名称	利源精制	闽发铝业	罗普斯金	东阳光科	新疆众和	栋梁新材
净资产收益率(%)	12.84	4.96	6.56	5.79	2.35	9.86
总资产报酬率(%)	10.95	3.95	6.21	6.28	3.40	9.63
销售毛利率(%)	26.35	7.46	18.97	19.07	13.64	2.31
销售期间费用率(%)	8.22	3.34	9.01	13.55	11.67	1.08
销售净利率(%)	15.44	3.98	8.14	4.13	2.34	0.99

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

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 93,134.59 万元，较上年同期下降 7.01%，主要系铝锭价格下降影响公司产品销售价格所致；净利润 21,158.99 万元，较上年同期增长 40.66%，主要原因是公司高附加值产品的产销量增加导致利润提高。

总体看，公司利润规模稳步增长，整体盈利能力良好。未来随着公司募投项目产能的进一步释放，公司盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

从经营活动来看，在公司销售规模持续增长下，公司销售商品提供劳务收到的现金呈逐年增长趋势，近三年年均复合增长率为 23.83%。同期公司购买商品、接受劳务支付的现金则有所波动，主要是 2011 年末为降低采购成本，公司以支付预付款的形式集中采购了部分铝锭，使得同年购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长，该批铝锭在 2012 年上半年到货，使得同年公司支付的原材料采购现金流量大幅减少。上述原因使得公司近三年经营现金流量净额呈大幅增长，分别为 -8,785.98 万元、55,240.66 万元和 80,525.25 万元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 113.39%、110.60% 和 114.34%，现金收入实现质量较好。

从投资活动来看，近年公司 IPO 募投项目和非公开募投项目按计划投入，截至 2013 年底，公司首次募投项目已建设完毕，非公开发行股票募投项目仍在建设过程中。受上述项目投入的影响，公司投资活动产生的现金流量流出保持在较大规模，近三年投资活动产生的现金流量净额分别为 -73,209.04 万元、-101,827.81 万元和 -80,797.62 万元。

从筹资活动来看，2011~2013 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 26,265.28 万元、82,454.90 万元和 52,522.13 万元。随着 IPO 募集资金的到位，公司缩减借款金额，2011 年度筹资活动现金流量净额较低；2012 年度，随着业务规模的进一步扩大和非公开募投项目的启动，公司银行借款进一步增加，当年度筹资活动现金流量净额较高，2013 年非公开募集资金到账后归还原有借款，公司筹资活动现金流量净额回落。目前看，未来随着 IPO 募投项目产能的逐步释放和非公开募集资金项目的逐步投入，资金需求仍较大，自有经营活动产生的现金流不能满足经营、投资活动现金需求，需通过外部筹资来满足公司需要。

2014 年 1~6 月，公司经营规模继续扩大，经营活动现金净流入为 38,252.72 万元，较上年同期增长 26.47%，主要系固定资产抵扣影响增值税额少所致；投资活动现金净流出 39,364.13 万元，较上年同期减少 19.12%，主要系公司非公开发行项目建设已接近尾声，投资支出减少所致；筹资活动现金净流入为 41,975.56 万元，较上年同期减少 50.71%，主要系上年同期公司完成了非公开

发行股票所致。

总体看，公司经营现金流入规模较大，收入实现质量较好，但随着产销规模的扩张，公司流动资金需求较大，此外新产能的扩张、新项目的建设对外部融资仍有一定的依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年上半年，公司完成非公开发行后，各项债务指标得到进一步优化，截至2013年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为1.43倍、1.35倍和1.28倍，处于较好水平；经营现金流动负债比率为72.77%，经营现金流量净额对公司流动负债形成了较好的保护。总体看，目前公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，目前公司长期债务规模相对较小。2011~2013年，公司EBITDA分别为25,933.71万元、37,344.19万元和53,685.85万元，呈持续增长态势；公司EBITDA利息倍数分别为5.31倍、4.66倍和4.68倍，显示公司利息支付能力较强；公司EBITDA全部债务比分别为0.28倍、0.20倍和0.42倍，指标水平尚可。目前来看，公司整体盈利规模较大，未来随着募投资项目产能的释放，盈利能力有望进一步增强，从而对债务形成较好的保障。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2014年6月底，公司无对外担保，不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

总体看，公司具备较强的偿债能力和抗风险能力。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2014年6月底，公司负债总额为205,317.15万元，本次拟发行公司债额度为不超过100,000.00万元，此次债券发行募集资金拟用于偿还公司债务和补充公司流动资金，对公司负债结构将产生明显影响。

以2014年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为100,000.00万元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为28.26%、46.43%和48.46%，债务负担有所增加，但仍处于合理水平。从实际情况看，考虑到本次债券筹集资金中有部分将用于偿还银行借款，现有债务负担增加有限，但本次债券发行后，有助于改善公司债务结构。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2013年底相关财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本次计划发行100,000万元公司债的保护倍数分别为0.54倍、2.49倍和0.81倍。总体看，上述三项指标对本次债券的覆盖程度尚可。

公司近年来经营业绩增长稳定，盈利水平呈上升状态，2013年公司完成非公开发行股票，极大地缓解了因持续建设投入带来的资金紧张状况。未来随着公司募投项目的逐步投入运营，公司销售规模将进一步扩大，盈利能力有望得到进一步提升。

综合来看，本次债券的发行对于公司继续优化负债结构，补充经营所需资金具有重大意义，同时也将对提升企业竞争力产生积极的影响。

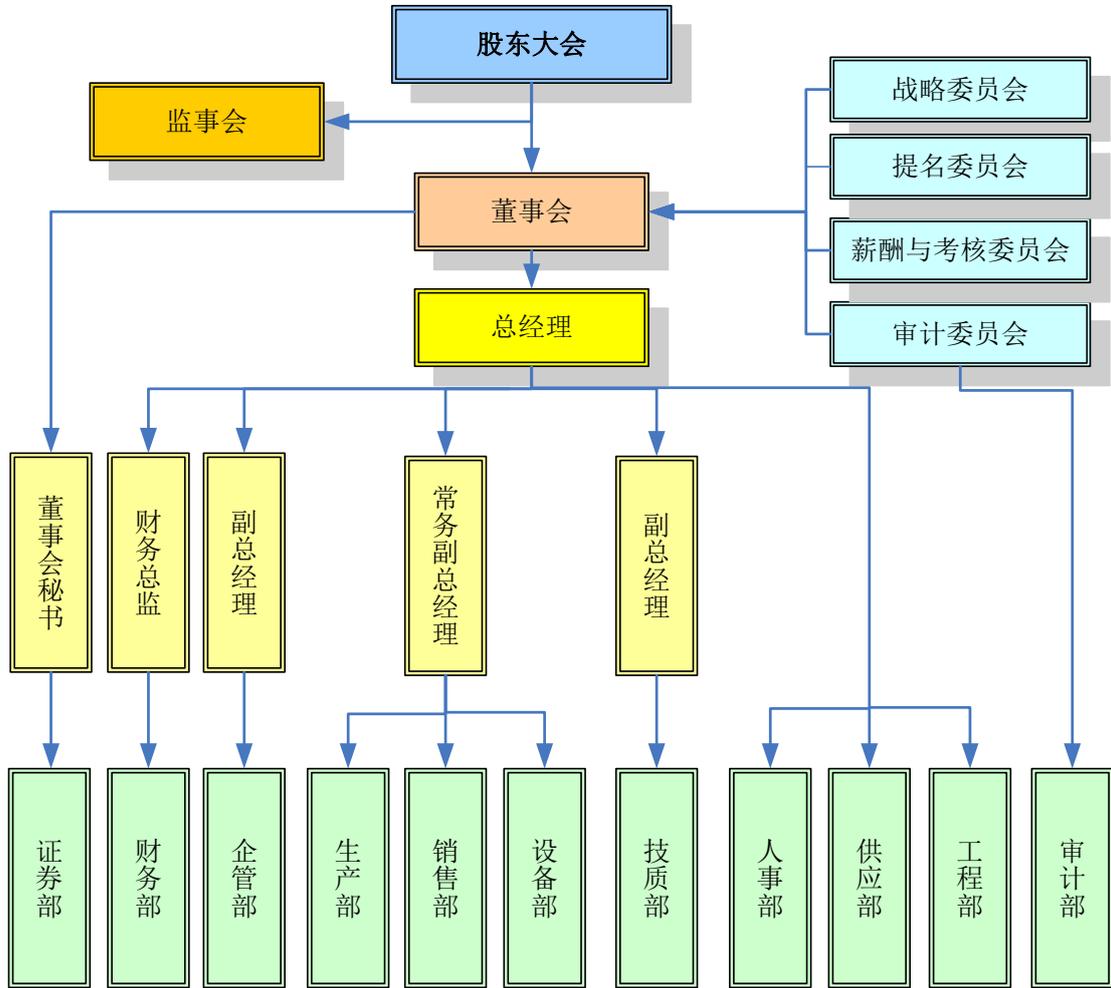
九、综合评价

吉林利源精制股份有限公司作为国内主要的铝合金型材生产厂商之一，多年来坚持以铝型材及其深加工产品的研发、生产与销售为主业，逐步形成了在产品结构、技术及工艺、品牌知名度、客户渠道等方面的优势。同时，联合评级也关注到铝加工行业竞争激烈、原材料价格波动较大、公司销售区域较为集中等因素对公司基本面产生的不利影响。

2013年上半年，公司非公开发行股票，募集资金净额141,275.32万元，资本金规模显著增加。目前公司资产规模中等，资产质量较高，债务负担较轻，盈利能力和偿债能力较强。随着公司募投项目的陆续投产、经营规模的进一步扩大，未来盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

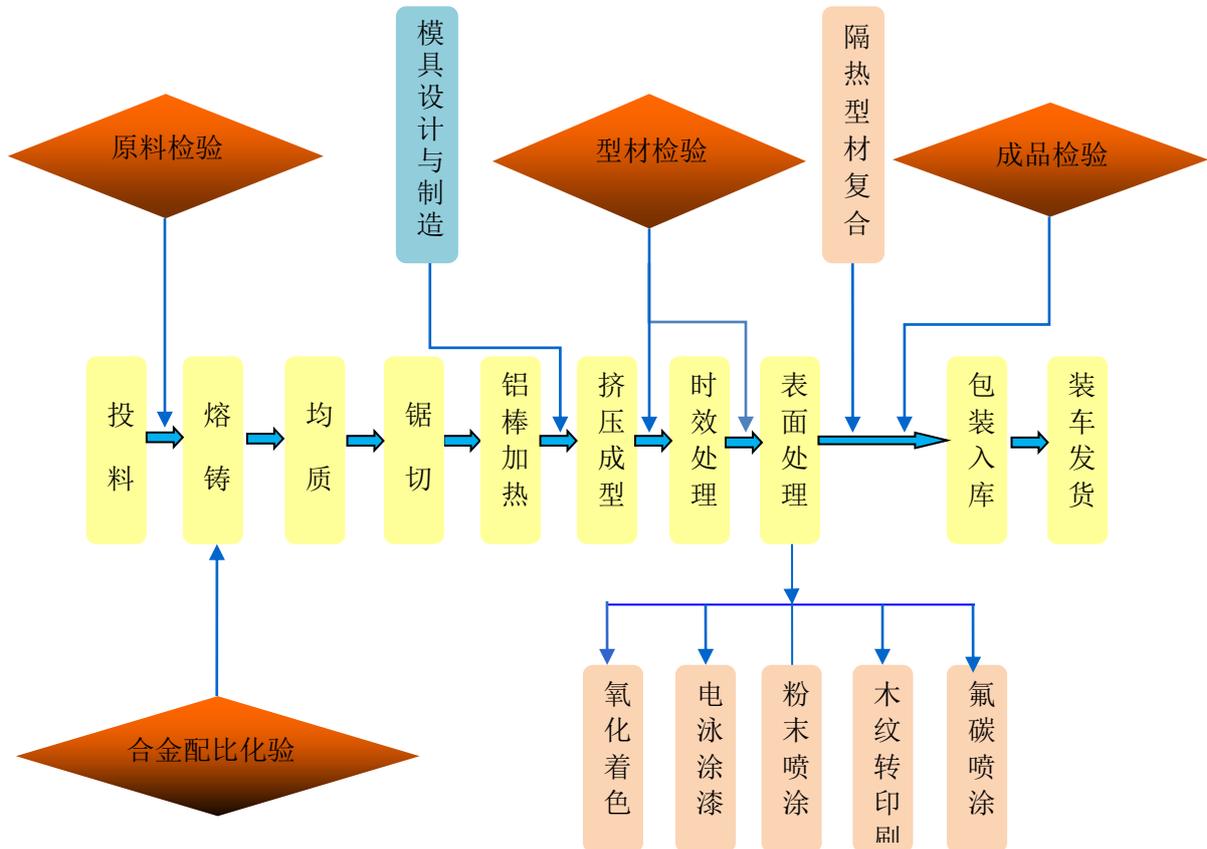
基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1

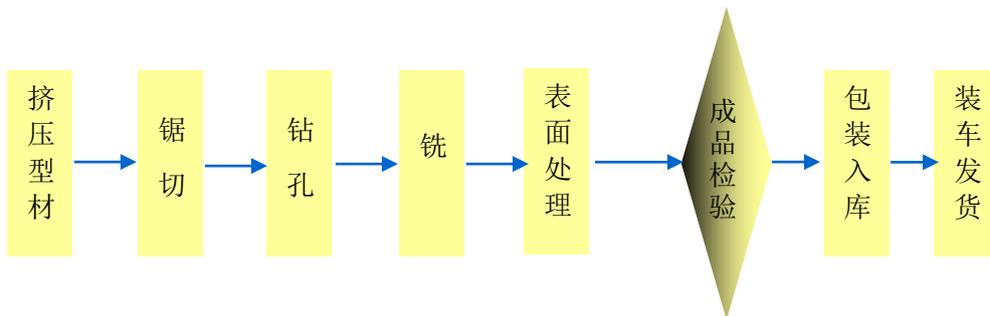


附件 2

型材工艺流程：



深加工产品工艺流程：



附件 3-1 吉林利源精制股份有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 6 月
流动资产：					
货币资金	36,435.35	107,524.16	128,358.11	87.69	162,536.61
交易性金融资产					
应收票据	900.00	538.00	547.13	-22.03	200.00
应收账款	2,189.55	5,965.62	6,342.60	70.20	6,688.23
预付款项	65,332.62	25,801.21	14,177.22	-53.42	17,974.54
应收利息					
应收股利					
其他应收款	229.31	0.00	72.46	-43.79	1.42
存货	9,467.88	6,844.00	8,260.21	-6.60	7,606.34
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	114,554.71	146,743.00	157,757.73	17.35	195,007.14
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	54,593.09	74,981.25	111,560.52	42.95	141,060.57
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	52,919.63	131,087.58	181,333.35	85.11	186,939.14
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	901.76	6,754.99	6,616.20	170.87	6,522.52
开发支出					
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产	122.65	428.95	416.85	84.35	446.31
其他非流动资产					
非流动资产合计	108,537.14	213,252.77	299,926.93	66.23	334,968.53
资产总计	223,091.85	359,995.76	457,684.66	43.23	529,975.67

附件3-2 吉林利源精制股份有限公司
2011年~2014年6月合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011年	2012年	2013年	变动率(%)	2014年6月
流动负债：					
短期借款	51,000.00	123,138.19	96,800.00	37.77	151,100.00
交易性金融负债					
应付票据	0.00	10,000.00	0.00	--	0.00
应付账款	1,661.91	4,555.61	11,146.46	158.98	9,549.67
预收款项	366.89	1,132.37	792.17	46.94	925.28
应付职工薪酬	536.23	416.61	717.51	15.67	850.27
应交税费	-870.61	217.59	-3,246.38	93.10	2,679.02
应付利息					
应付股利					
其他应付款	429.58	558.39	301.13	-16.28	431.33
一年内到期的非流动 负债	4,000.00	21,277.64	4,149.64	1.85	2,349.64
其他流动负债					
流动负债合计	57,123.99	161,296.40	110,660.53	39.18	167,885.21
非流动负债：					
长期借款	37,000.00	37,000.00	27,900.00	-13.16	27,900.00
应付债券					
长期应付款	496.36	10,831.30	347.45	-16.33	347.45
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	3,186.38	8,461.40	9,531.17	72.95	9,184.48
非流动负债合计	40,682.75	56,292.70	37,778.62	-3.64	37,431.94
负债合计	97,806.74	217,589.10	148,439.15	23.19	205,317.15
所有者权益：					
股本	18,720.00	18,720.00	46,800.00	58.11	46,800.00
资本公积	79,008.66	79,008.66	192,203.98	55.97	192,203.98
减：库存股					
专项储备	0.00	660.85	1,347.41	--	1,685.44
盈余公积	2,970.00	5,035.59	7,928.93	63.39	7,928.93
未分配利润	24,586.46	38,981.56	60,965.19	57.47	76,040.18
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权 益合计	125,285.11	142,406.66	309,245.51	57.11	324,658.52
少数股东权益					
所有者权益合计	125,285.11	142,406.66	309,245.51	57.11	324,658.52
负债和所有者权益总计	223,091.85	359,995.76	457,684.66	43.23	529,975.67

附件 3-3 吉林利源精制股份有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~6 月
一、营业收入	123,495.18	152,291.15	187,800.11	23.32	93,134.59
减: 营业成本	98,805.91	114,215.20	138,313.61	18.32	62,066.36
营业税金及附加	834.88	269.51	633.42	-12.90	55.68
销售费用	688.16	856.07	665.75	-1.64	380.73
管理费用	2,692.89	3,845.11	3,873.75	19.94	1,936.46
财务费用	4,333.46	9,877.42	10,895.03	58.56	4,229.00
资产减值损失	-16.94	342.59	-132.99	180.21	6.12
加: 公允价值变动收益					
投资收益					
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	16,156.82	22,885.25	33,551.53	44.10	24,460.24
加: 营业外收入	693.73	1,144.36	1,040.25	22.45	806.21
减: 营业外支出	243.49	187.00	206.39	-7.93	165.83
其中: 非流动资产处置损失	5.55	22.09	0.00	-100.00	129.93
三、利润总额	16,607.05	23,842.61	34,385.39	43.89	25,100.62
减: 所得税费用	2,436.64	3,637.91	5,390.03	48.73	3,941.63
四、净利润	14,170.42	20,204.70	28,995.36	43.05	21,158.99
其中: 归属于母公司所有者的净利润	14,170.42	20,204.70	28,995.36	43.05	21,158.99
少数股东损益					
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.76	1.08	0.68	-5.41	0.45
(二) 稀释每股收益	0.76	1.08	0.68	-5.41	0.45
六、其他综合收益					
七、综合收益总额	14,170.42	20,204.70	28,995.36	43.05	21,158.99
归属于母公司所有者的综合收益总额	14,170.42	20,204.70	28,995.36	43.05	21,158.99
归属于少数股东的综合收益总额					

附件 3-4 吉林利源精制股份有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	140,034.26	168,428.73	214,736.28	23.83	107,085.16
收到的税费返还	570.16	2,858.10	725.70	12.82	473.84
收到其他与经营活动有关的现金	5,569.52	5,954.24	33,895.12	146.69	8,795.49
经营活动现金流入小计	146,173.95	177,241.07	249,357.11	30.61	116,354.49
购买商品、接受劳务支付的现金	139,220.95	75,178.03	153,171.87	4.89	70,525.92
支付给职工以及为职工支付的现金	2,686.22	4,178.63	3,780.05	18.63	2,298.20
支付的各项税费	9,963.23	4,945.87	10,559.09	2.95	3,019.03
支付其他与经营活动有关的现金	3,089.52	37,697.88	1,320.84	-34.61	2,258.61
经营活动现金流出小计	154,959.93	122,000.41	168,831.86	4.38	78,101.77
经营活动产生的现金流量净额	-8,785.98	55,240.66	80,525.25	--	38,252.72
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4.00	6.19	0.00	-100.00	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	4.00	6.19	0.00	-100.00	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	73,213.04	101,834.00	80,797.62	5.05	39,364.13
投资支付的现金					
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	73,213.04	101,834.00	80,797.62	5.05	39,364.13
投资活动产生的现金流量净额	-73,209.04	-101,827.81	-80,797.62	5.06	-39,364.13
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	141,275.32	--	
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	74,600.00	193,500.00	172,800.00	52.20	101,800.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	74,600.00	193,500.00	314,075.32	105.19	101,800.00
偿还债务支付的现金	40,549.64	99,344.78	245,850.03	146.23	49,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,574.28	11,430.07	15,613.02	43.57	10,524.44
支付其他与筹资活动有关的现金	210.80	270.25	90.14	-34.61	--
筹资活动现金流出小计	48,334.72	111,045.10	261,553.19	132.62	59,824.44
筹资活动产生的现金流量净额	26,265.28	82,454.90	52,522.13	41.41	41,975.56
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-55,729.74	35,867.76	52,249.76	--	40,864.15
加: 期初现金及现金等价物余额	83,233.81	27,504.07	63,371.83	-12.74	115,775.47
六、期末现金及现金等价物余额	27,504.07	63,371.83	115,621.59	105.03	156,639.63

附件 3-5 吉林利源精制股份有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~6 月
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	14,170.42	20,204.70	28,995.36	43.05	21,158.99
加: 资产减值准备	-16.94	342.59	-132.99	180.21	6.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,414.76	5,744.30	8,138.92	35.78	5,393.17
无形资产摊销	25.85	155.61	194.34	174.21	110.35
长期待摊费用摊销					0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	5.55	18.99	-32.64	--	-129.93
固定资产报废损失					0.00
公允价值变动损失					0.00
财务费用	5,295.83	9,553.14	11,387.10	46.64	4,557.79
投资损失					0.00
递延所得税资产减少	-64.54	-306.29	12.09	--	0.00
递延所得税负债增加					0.00
存货的减少	-4,339.51	2,623.87	-1,416.21	-42.87	653.88
经营性应收项目的减少	-29,079.71	-2,672.64	32,548.73	--	-3,708.98
经营性应付项目的增加	802.32	18,915.53	111.16	-62.78	9,816.83
其他	0.00	660.85	719.40	--	394.50
经营活动产生的现金流量净额	-8,785.98	55,240.66	80,525.25	--	38,252.72
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3. 现金及现金等价物净变动情况:					
现金的期末余额	27,504.07	63,371.83	115,621.59	105.03	156,639.63
减: 现金的期初余额	83,233.81	27,504.07	63,371.83	-12.74	115,775.47
加: 现金等价物的期末余额					0.00
减: 现金等价物的期初余额					0.00
现金及现金等价物净增加额	-55,729.74	35,867.76	52,249.76	--	40,864.15

附件 3-6 吉林利源精制股份有限公司 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	29.70	33.38	27.83	13.22
存货周转次数(次)	13.54	14.00	18.31	7.82
总资产周转次数(次)	0.61	0.52	0.46	0.19
现金收入比率(%)	113.39	110.60	114.34	114.98
盈利能力				
总资本收益率(%)	9.58	10.09	10.36	5.44
总资产报酬率(%)	10.70	10.79	11.10	6.00
净资产收益率(%)	11.85	15.10	12.84	6.68
主营业务毛利率(%)	19.99	25.00	26.33	33.35
营业利润率(%)	19.32	24.83	26.01	33.30
费用收入比(%)	6.25	9.57	8.22	7.03
财务构成				
资产负债率(%)	43.84	60.44	32.43	38.74
全部债务资本化比率(%)	42.34	57.34	29.41	35.84
长期债务资本化比率(%)	22.80	20.62	8.28	7.91
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	5.31	4.66	4.68	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.28	0.20	0.42	--
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.10	0.29	0.62	0.21
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.89	-0.24	0.00	-0.01
流动比率(倍)	2.01	0.91	1.43	1.16
速动比率(倍)	1.84	0.87	1.35	1.12
现金短期债务比(倍)	0.68	0.70	1.28	1.06
经营现金流动负债比率(%)	-15.38	34.25	72.77	22.79
经营现金利息偿还能力(倍)	-1.80	6.90	7.02	8.18
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-16.78	-5.82	-0.02	-0.24

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 吉林利源精制股份有限公司 2014年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年吉林利源精制股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

吉林利源精制股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。吉林利源精制股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注吉林利源精制股份有限公司的相关状况，如发现吉林利源精制股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如吉林利源精制股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至吉林利源精制股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送吉林利源精制股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一四年九月六日

