跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕947 号

中铝国际工程股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中铝国际工程股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的“19 中工 Y1”进行了跟踪评级，确定：

中铝国际工程股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

中铝国际工程股份有限公司公开发行的“19 中工 Y1”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

中铝国际工程股份有限公司
可续期公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 中工 Y1	15 亿元	3+N 年	AAA	AAA	2019/07/09

担保方：中国铝业集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 5 月 21 日

分析师

张　蔚　登记编号（R0040219020002）

黄静轩　登记编号（R0040220040012）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，中铝国际工程股份有限公司（以下简称“公司”）作为国务院国有资产监督管理委员会下属中国铝业集团有限公司（以下简称“中铝集团”）的控股子公司，实力进一步提升，并保持充足的项目储备。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司资产存在继续减值风险、盈利能力有所下滑等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司项目储备充足，未来随着储备项目的开展，公司经营状况有望保持稳定。

“19 中工 Y1”由中铝集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中铝集团担保实力极强，其所提供的担保对“19 中工 Y1”的到期还本付息具有积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“19 中工 Y1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**跟踪期内，公司实力进一步提升。**公司作为中铝集团控股子公司，建筑资质齐全、品牌知名度高、施工经验丰富，行业综合竞争实力强。跟踪期内，公司在设计、施工、研发方面的实力进一步提升。

2．**公司保持充足的项目储备。**跟踪期内，公司新签合同额以及在手合同额规模仍较大，项目储备充足，能对公司未来收入形成一定支撑。

3．**担保机制的设立对“19 中工 Y1”还本付息具有积极影响。**“19 中工 Y1”由中铝集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其所提供的担保对“19 中工 Y1”的到期还本付息具有积极影响。

关注

1．**资产存在继续减值风险。**公司资产中已完工未结算项目和应收类款项规模较大，对资金形成较大占用。同时，公司未决诉讼或仲裁涉及金额较大，主要为公司对未及时支付其工程款、项目管理费用的甲方及其相关项目方提出的诉讼或仲裁，公司账面资产存在继续减值的风险。

2．**盈利能力有所下滑。**跟踪期内，受期间费用及信用减值损失计提规模增长影响，公司盈利能力有所下滑。受疫情影响，公司2020 年一季度收入规模大幅下降，整体亏损。

主要财务数据：

发行主体

公司合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	490.69	559.99	548.59
所有者权益（亿元）	132.02	153.95	170.89
长期债务（亿元）	22.23	46.66	45.35
全部债务（亿元）	133.81	172.23	168.31
营业收入（亿元）	336.35	310.60	40.64
净利润（亿元）	5.11	2.23	-0.43
EBITDA（亿元）	15.90	13.24	--
经营性净现金流（亿元）	5.65	10.96	-15.97
营业利润率（%）	9.51	10.22	6.99
净资产收益率（%）	4.04	1.56	--
资产负债率（%）	73.10	72.51	68.85
全部债务资本化比率（%）	50.34	52.80	49.62
流动比率（倍）	1.26	1.27	1.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.09	1.69	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.06	0.88	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	188.10	189.41	205.10
所有者权益（亿元）	61.11	73.82	69.66
全部债务（亿元）	75.91	77.27	96.30
营业收入（亿元）	31.54	13.49	1.11
净利润（亿元）	2.16	1.27	0.74
资产负债率（%）	67.51	61.02	66.04
全部债务资本化比率（%）	55.40	51.14	58.03
流动比率（倍）	1.14	1.33	1.24

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	5,313.37	6,413.14	6,642.50
所有者权益（亿元）	1,952.28	2,146.91	2,343.62
营业收入（亿元）	3,155.15	3,002.00	2,627.77
净利润（亿元）	0.001	29.55	29.94
资产负债率（%）	63.26	66.52	64.72

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告财务分析采用追溯调整后数据，公司和担保方财务数据均使用年末数据；3. 2020 年一季度财务数据未经审计；4. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. 本报告将公司其他应付款中应付永续债赎回款、其他流动负债中超短期融资券纳入其短期债务核算，将担保方其他流动负债中短期应付债券和黄金租赁纳入其短期债务核算，将担保方长期应付款中融资租赁款纳入其长期债务核算；6. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；7. 本报告部分指标计算公式与上市公司采用口径不一致，故与上市公司年报披露的相应指标值存在差异

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

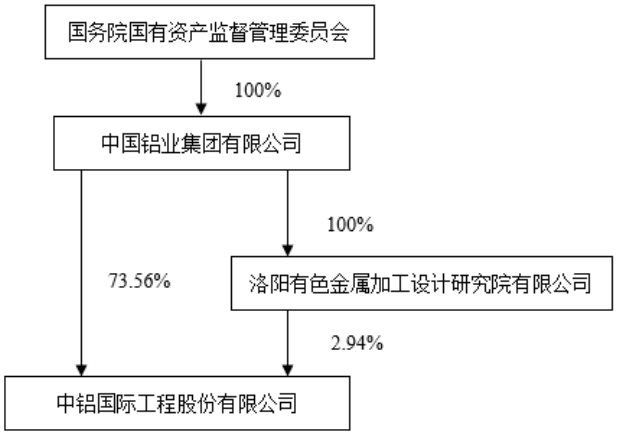
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中铝国际工程股份有限公司（以下简称“公司”）为中国铝业集团有限公司（以下简称“中铝集团”）的控股子公司。公司前身是中铝国际工程有限责任公司，于 2003 年 12 月由中铝集团和中铝国际贸易有限公司出资成立，初始注册资本为 2.00 亿元。2012 年 7 月，公司在香港联合交易所主板上市（股票简称“中铝国际”，股票代码“2068.HK”），股本增至26.63亿股。2018年8月，公司首次公开发行 A 股股票 295,906,667 股，发行价为 3.45 元/股，并在上海证券交易所上市（股票简称“中铝国际”，股票代码“601068.SH”）。历经股权变更和重组改制等事宜，截至 2019 年末，公司股份总数为 295,906.67 万股，其中 H 股为 39,947.60 万股，占总股本的 13.50%；中铝集团直接持有公司股权 73.56%，通过子公司洛阳有色金属加工设计研究院有限公司间接持有公司股权 2.94%，中铝集团合计持有公司 76.50%的股权。中铝集团为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直属全资子公司，公司最终实际控制人为国务院国资委。

图 1　截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要经营范围、组织结构未发生重大变化；截至 2019 年末，公司合并范围拥有在职员工 14,685 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 559.99 亿元，负债合计 406.04 亿元，所有者权益 153.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 113.22 亿元。2019 年，公司实现营业收入 310.60 亿元，净利润 2.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 32.89 亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额548.59亿元，负债合计377.70亿元，所有者权益170.89亿元，其中归属于母公司所有者权益108.40亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入40.64亿元，净利润-0.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.97 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.82 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区杏石口路 99 号 C 座；法定代表人：武建强。

二、债券概况

公司根据中国证监会文件批复发行“19 中工 Y1”。“19 中工 Y1”在破产清算时的清偿顺序

劣后于公司普通债务，具体情况见表 1。

表 1　公司债券发行相关情况（单位：亿元、年、%）

名称	证券代码	余额	期限	当期票面利率	发行日	到期日	担保方
19 中工 Y1	155867.SH	15.00	3+N	5.29	2019-10-30	“19 中工 Y1”期限以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券	中国铝业集团有限公司

注：仅列示本次跟踪评级报告涉及债券，未涵盖公司全部存续期内债项
资料来源：Wind，联合评级整理

截至本报告出具日，“19 中工 Y1”募集资金已按照募集资金说明书约定用途使用完毕，“19 中工 Y1”尚未到达首次付息日。

三、行业分析

2019 年，建筑行业总产值继续保持增长，但增速略有下滑，原材料价格的上涨增加了企业的成本控制压力，房地产行业政策趋严；但在国家稳增长的宏观背景下，基建投资受到政策支持，PPP 模式日益规范化，并且受到政策鼓励。未来，建筑施工行业的增长点主要集中在基础设施建筑领域。

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50%以上的固定资产要通过建筑业形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。2019 年，全国固定资产投资（不含农户）增速为 5.4%。

经国家统计局初步核算，2019 年全国建筑业总产值较上年增长 5.7%（上年增速为 9.9%），增速较上年略有下滑。建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务。在房地产市场去库存、棚改货币化安置带动下，2019 年房地产开发投资增速为 9.9%。基建投资对于经济拉动作用较为显著，保持基础设施领域补短板力度成为国家推进供给侧结构性改革、巩固经济稳中向好态势、促进就业和提升长期综合竞争力的重要举措。2019 年，全国基础设施投资增速为 3.8%。

上游原材料方面，建筑施工企业在采购时主要在项目地附近就近采购，采购价格基本随行就市。原材料成本在建筑施工企业的生产成本中占比较大，原材料价格波动对企业成本控制有较大影响。钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2015 年以来，受去产能政策及环保限产等因素影响，钢材和水泥价格呈震荡上升趋势。不利于建筑企业对于成本的控制。

行业政策方面，2018 年 10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出补短板是深化供给侧结构性改革的重点任务，在整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多的背景下，亟需聚焦基础设施领域突出短板，保持有效投资力度，促进内需扩大和结构调整，保持经济运行在合理区间。对于房地产领域，2018 年 12 月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。PPP 模式方面，PPP 项目管理规范化，PPP 模式受到政策鼓励。2018 年 4 月和 2018 年 10 月，财政部和国务院办公厅分别下发《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）

示范项目规范管理的通知》和《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，对 PPP 规模进行规范的前提下，鼓励 PPP 模式发展。

建筑行业市场竞争激烈且利润水平较低，行业运行成本受原材料和劳动力价格波动影响较大；具有高负债的行业特征，流动资金压力较大，未来建筑企业的融资能力将成为重要的发展关键。

未来发展方面，从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，同时众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

四、基础素质分析

作为中铝集团控股子公司，公司建筑资质齐全、品牌知名度高、施工经验丰富，行业综合竞争实力强。跟踪期内，公司在设计、施工、研发方面的实力进一步提升，加强了其工程设计咨询与工程承包业务的核心竞争优势。

公司是中国有色金属行业领先的技术、工程服务与设备提供商及高新技术企业，涉及科研、设计与咨询、工程总承包、装备制造及贸易，能为有色金属产业链各阶段及其他行业提供完整业务链综合工程解决方案。

截至 2019 年末，公司拥有各种资质 224 项，覆盖了勘察、设计、施工、造价、监理等行业内全部主要环节，其中勘察综合甲级 3 项、设计行业甲级资质 4 项、专业甲级 32 项，施工总承包特级资质 3 项、一级资质 34 项。

截至 2019 年末，公司拥有 6 家国家级创新研究平台，省级创新平台及工程实验室增至 16 家，拥有国家级企业博士后科研工作站 2 个。

专利申请和授权情况方面，2019 年，公司继续加强知识产权管理和优化，共申报境内专利 313 件，其中发明专利 138 件，授权境内专利 176 件，获得授权国际专利 9 件；有 17 项主持和参加编写的国家及行业标准或法规正式发布。截至 2019 年末，公司已累计申请境内专利 7,243 件，授权境内专利 5,292 件，授权国际专利 166 件。

2019 年，公司“越南仁基 650kt/a 氧化铝项目”“普朗铜矿一期磨浮工程”和“滇西应用技术大学总部建设项目”荣获中国建设工程“鲁班奖”，子公司中国有色金属工业昆明勘察设计研究院有限公司副总经理、总工程师刘文连被评为“全国工程勘察设计大师”，雄安新区杨红雷技能工作室被评为国家级技能大师工作室。

五、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员变动属于正常人事调动；公司技术人员较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员变动较大，但公司技术人员较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。其中，公司董事长贺志辉先生因工作调动，于 2019 年 2 月 21 日辞任公司董事长、董事、董事会风险管理委员会委员及主席、董事会提名委员会委员及主席、董事会战略委员会委员及主席职务，辞职后，贺志辉先生不再担任公司任何职务。监事会主席贺斌聪先生由于工作调动，于 2019 年 3 月 26 日辞任公司监事会主席、职工代表监事职务；范光生先生新任监事会主席一职。

公司于 2019 年 4 月 16 日召开董事会，选举武建强先生担任公司董事长、董事会风险管理委员会委员及主席、董事会提名委员会委员及主席、董事会战略委员会委员及主席职务。

公司董事长武建强先生，1964 年生，博士研究生学历；历任山西铝厂副厂长，中国铝业股份有限公司（以下简称“中国铝业”）山西分公司副总经理，中铝山西新材料有限公司副总经理、党委书记，山西华圣铝业有限公司董事长、总经理、党委书记，中国铝业广西分公司总经理，中国铜业有限公司（以下简称“中国铜业”）副总裁、总裁、董事、党委副书记，云南铜业（集团）有限公司董事、总经理、党委副书记、总裁、董事，中铝集团铜事业部总经理，云南铜业股份有限公司董事长、董事、党委书记，中铜矿产资源有限公司董事长。

六、经营分析

1. 经营概况

随着公司 2019 年承揽和实施的工程承包项目规模有所减少及贸易业务逐步向内部工程设备集中采购转变、原有的业务规模减少，公司营业收入有所下滑，但综合毛利率保持稳定。受疫情影响，公司 2020 年一季度收入规模大幅下降，整体亏损。

2019 年，公司营业收入较上年下滑 7.66%，主要系工程承包业务收入及贸易业务收入减少所致。2019 年，公司营业收入中，中国境内项目收入占比达 98.64%，收入主要来源于国内项目。

从收入构成来看，2019 年公司工程承包业务收入（内部抵消前）占营业收入的比重进一步提升，仍为公司第一收入来源。受建筑业市场竞争激烈的影响，公司工程承包业务 2019 年承揽和实施的项目规模有所减少，使工程承包业务收入规模小幅下降。公司工程设计与咨询业务收入（内部抵消前）较为稳定。公司装备制造业务收入（内部抵消前）较上年增长 32.79%，主要系公司 2019 年装备制造业务所承揽的钢结构制作、铝天桥等订单业务大幅增加所致。公司贸易收入（内部抵消前）较上年继续下滑 28.32%，主要系公司贸易业务正处于转型阶段，业务开展方向逐步向公司内部工程设备集中采购转变，原有的业务规模减少所致。公司综合毛利率较上年变动不大。

表 2　2018－2019 年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程承包	217.82	64.10	10.23	209.90	67.07	10.40
工程设计与咨询	23.91	7.04	30.41	23.51	7.51	33.88
装备制造	15.10	4.44	11.08	20.05	6.41	10.01
贸易	82.99	24.42	1.89	59.49	19.01	1.91
板块间抵消	-3.48	-1.02	--	-2.36	-0.75	--
合计	**336.35**	**100.00**	**9.74**	**310.60**	**100.00**	**10.56**

资料来源：公司年报

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 40.64 亿元，较上年同期下降 33.93%，主要系施工进度受疫情影响较大；净亏损 0.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-0.71 亿元，较上年同期的 0.53 亿元由盈转亏。

2. 工程承包板块

跟踪期内，公司新签合同额以及在手合同额规模较大，项目储备充足，能对公司未来收入形成

一定支撑。

公司工程承包业务主要包括工业项目（有色金属施工项目）、民用建筑项目和公路市政项目三类。公司主要采用传统工程承包、EPC 类（含 EP、PC 等）及投融建类（含 PPP）等模式开展业务。其中传统工程承包业务为公司主要业务模式，占比达 76%，EPC 类占 11%，投融建类占 14%。

2019 年，公司工程承包板块新签合同数量为 1,179 个；新签合同金额为 429.43 亿元，较上年小幅下降 2.58%。截至 2019 年末，公司工程承包板块在手未完工项目的合同金额为 590.38 亿元（占公司未完工合同总额的 92.43%），较上年末增长 8.27%，公司在手合同额仍较充足。2019 年，公司新签合同额中，工业项目、民用建筑和公路市政项目占比分别为 35.89%、29.28%和 34.84%，占比较上年分别下降 0.55 个百分点、下降 7.56 个百分点和上升 8.11 个百分点，公路市政项目占比有所上升，三类项目占比较为均衡。

表 3　2019 年公司工程承包合同情况（单位：个、亿元）

合同类型	2019 年新签		截至 2019 年末在手未完工合同	
	个数	金额	个数	金额
工业项目	816	154.11	768	143.44
民用建筑	310	125.72	423	227.81
公路市政	53	149.60	118	219.13
合计	**1,179**	**429.43**	**1,309**	**590.38**

资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司采用 PPP 模式在建的重大项目主要为云南弥玉高速公路项目（以下简称“弥玉项目”），已入财政部项目管理库，项目情况详见表 4；弥玉项目中公司建设合同总额 106.48 亿元，截至 2019 年末公司累计成本投入 3.45 亿元，累计确认收入 4.38 亿元，完工进度 4.48%。

表 4　截至 2019 年末公司弥玉项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目周期	总投资	SPV 中公司持股比例	资本金总额	公司需出资的资本金金额	资本金到位情况	公司资本金已投入金额	已投资
弥玉项目	建设期 4 年+运营期 30 年	230.51	53.80	132.48	27.65	16	6.92	39.49

注：资本金到位情况为 SPV 公司资本金到位情况，已投资是指 SPV 公司已投资额
资料来源：公司提供

公司采用完工百分比法确认工程收入，在工程回款方面，公司大部分项目能按合同约定按时收回款项，未收回的原因一般是与业主就最终结算款未达成一致、工程完工时间较长而业主未予结算等，公司已就相关款项计提了坏账准备。

3. 其他业务

（1）工程设计与咨询

公司作为有色金属设计领域的知名企业，在有色金属等设计咨询项目方面仍具有显著优势。2019 年，公司工程设计与咨询板块新签合同额为 25.86 亿元，较上年的 27.91 亿元小幅下降。截至 2019 年末，公司工程设计与咨询板块在手未完工项目的合同金额 23.63 亿元，较上年末增长 8.64%。2019 年，公司工程设计与咨询业务收入为 23.51 亿元，较上年变动不大；占营业收入的比重为 7.51%，毛利率为 33.88%，对公司整体收入的贡献度有限，但为公司利润的重要来源。

（2）装备制造

公司装备制造业务主要由下属子公司中色科技股份有限公司负责，其主要利用自身专利技术生产定制的核心冶金及加工设备、环保设备、机械及电子设备及工业自动化系统等产品，仍具有一定的技术实力。2019 年，公司装备制造板块新签合同额为 20.48 亿元，较上年的 16.86 亿元有所增长。截至 2019 年末，公司装备制造板块在手未完工项目的合同金额 24.7 亿元，较上年末大幅增长 90.15%。

（3）贸易业务

公司贸易业务主要通过下属子公司中铝国际工程设备有限公司开展运营，主要贸易产品包括有色金属及化工产品。2019 年，公司继续缩减贸易业务规模，业务开展方向逐步向公司内部工程设备集中采购转变，原有的业务规模减少，实现贸易收入 59.49 亿元。

4．关联交易

跟踪期内，公司关联交易进一步减少，业务经营独立性继续提高。

2019 年，公司向关联方采购商品、接受劳务 2.27 亿元，较上年的 5.97 亿元继续减少，主要为公司向中铝集团及其子公司、联营公司采购的商品（有色产品、有色行业相关生产设备、水泥、工程设备及零件）及综合服务（仓储、运输及物业租赁服务及提供技术服务、后勤服务、劳务、培训方面的劳务）等；向关联方出售商品、提供劳务 54.03 亿元，较上年 64.21 亿元继续减少，主要为向关联方提供商品（生产经营所需的设备、原材料及商品）及工程服务（建筑工程、技术（使用权）转让、项目监理、勘察、工程设计、工程咨询、设备代理及设备销售、工程管理及与工程相关的其他服务）等。

5．未来发展

公司将继续坚持高质量发展，以技术为龙头，工程施工为基础，为有色行业提供全产业链的服务；在确保有色行业技术优势的同时，利用智能制造、智能建造技术，服务有色行业并逐步向非有色业务拓展；巩固传统有色行业的市场领先优势，提升公司在新兴业务和海外业务的效益和规模；推进工程用铝，拓展节能环保产业，寻找新的利润增长点；同时，增强与地方政府的关系，参与国家和地方的城市基础设施建设。

七、财务分析

1．财务概况

公司 2019 年度合并财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）[1]审计，审计意见为标准无保留。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

合并范围变动方面，2019 年，公司合并范围内增加二级子公司 1 家，为非同一控制下企业合并取得 53.80%股权的子公司云南弥玉高速公路投资开发有限公司（以下简称“云南弥玉”）；增加三级子公司 2 家，减少三级子公司 3 家。截至 2019 年末，公司纳入合并范围内子公司共 77 家。

会计政策变更方面，2019 年，公司按照财政部最新修订发布的《企业会计准则第 21 号——租赁》（财会〔2018〕35 号）和《财政部关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财

[1] 2019 年 1 月 22 日，中国证监会发文《中国证监会行政处罚决定书（大信会计师事务所、钟永和、孙建伟）》，对大信会计师事务所做出行政处罚。

会〔2019〕16 号）进行相应的会计政策变更。执行修订后，公司 2019 年初预付账款较上年末减少 30.77 万元、使用权资产较年初增加 0.29 亿元、一年内到期的非流动负债较年初增加 0.12 亿元、租赁负债较年初增加 0.17 亿元，金额较小，对财务数据影响不大，财务数据可比性较强。本报告财务分析采用追溯调整后数据，2018－2019 年财务数据均采用相应各年度期末数。

2. 资产质量

公司货币资金充裕，但已完工未结算项目和应收类款项规模较大，对资金形成较大占用，且存在项目结算进度较慢、应收账款及合同资产回收风险加大的情况。同时，公司为部分业主提供使用资金，可能存在因结算矛盾、业主亏损而导致资金被长期占用，公司账面资产存在继续减值的风险。公司整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额较上年末增长 14.12%，流动资产及非流动资产均有所增长。公司资产结构仍以流动资产为主，非流动资产占比较上年末小幅上升。

表 5　公司主要资产构成及变动情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2019 年增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**413.44**	**84.26**	**447.90**	**79.98**	**8.34**	**424.35**	**77.35**
货币资金	68.11	13.88	100.26	17.90	47.20	80.94	14.75
应收账款	143.08	29.16	142.84	25.51	-0.17	135.61	24.72
其他应收款	21.98	4.48	23.51	4.20	7.00	24.77	4.52
存货	34.33	7.00	31.10	5.55	-9.39	34.33	6.26
合同资产	110.67	22.55	130.08	23.23	17.55	128.06	23.34
非流动资产	**77.25**	**15.74**	**112.10**	**20.02**	**45.11**	**124.24**	**22.65**
长期应收款	16.48	3.36	19.11	3.41	15.98	19.57	3.57
固定资产	20.81	4.24	23.14	4.13	11.17	22.76	4.15
其他非流动资产	10.39	2.12	34.45	6.15	231.47	45.85	8.36
资产总额	**490.69**	**100.00**	**559.99**	**100.00**	**14.12**	**548.59**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季报，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资产较上年末增长 8.34%，主要系货币资金和合同资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货及合同资产构成。

截至 2019 年末，公司货币资金较上年末增长 47.20%，主要系公司经营现金流继续向好及公司发行永续债券、可续期信托贷款所致；货币资金中有 9.05 亿元受限，主要为保函保证金、承兑汇票保证金及冻结存款等。

截至 2019 年末，公司应收账款较上年末保持稳定，主要为应收工程款。公司应收账款累计计提坏账准备 18.96 亿元，计提比例为 11.72%，其中本年度计提坏账准备金额为 4.40 亿元，主要系相关款项无法回收或回收困难所致。公司采用按账龄组合计提坏账准备的应收账款（占应收账款余额的 96.92%）中，账龄 1 年以内的占比为 59.59%，1~2 年的占比为 20.67%，2~3 年的占比为 5.56%。集中度方面，公司应收账款前五大欠款方合计余额为 24.73 亿元，占比为 15.28%，集中度不高。

截至 2019 年末，公司其他应收款较上年末增长 7.00%，主要为项目甲方及其相关方使用的资金（账面余额 12.36 亿元）、保证金及押金（账面余额 9.12 亿元）、代垫款（主要为垫付的保证金及押金，账面余额 7.57 亿元）等。截至 2019 年末，公司其他应收款累计计提坏账准备 7.76 亿元，计提比例为 24.83%，其中本年度计提坏账准备金额为 1.09 亿元。账龄方面，按账龄组合计提坏账准

备的其他应收款为 22.29 亿元（占其他应收款余额的 71.24%），1 年以内的占 46.81%，1~2 年的占 12.53%，2~3 年的占 11.19%，3~4 年的占 19.46%，整体账龄较长。截至 2019 年末，公司其他应收款前五大欠款企业余额合计为 14.91 亿元，占其他应收款余额的 47.67%，集中度高，且账龄较长，部分款项回收滞后。截至 2019 年末，公司有几项资金安排协议未能按期收回资金占用费或本金，公司正在与业主方和相关方积极磋商，并已就相关债权计提坏账准备。

表 6　截至 2019 年末公司前五大其他应收款客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	余额	账龄	占其他应收款余额的比例	坏账准备余额
第一名	6.73	5 年以内	21.50	3.03
第二名	3.98	2~5 年	12.73	1.17
第三名	1.85	2 年以上	5.91	0.55
第四名	1.40	1~2 年	4.47	0.14
第五名	0.96	1 年以内	3.06	*
合计	**14.91**	--	**47.67**	**4.90**

注：*实为 47.80 万元
资料来源：公司年报

公司的存货由已完工未结算工程款、原材料、库存商品和开发成本等组成。截至 2019 年末，公司存货较上年末下降 9.39%，主要系开发成本下降所致；公司存货累计计提跌价准备 1.09 亿元。

截至 2019 年末，公司合同资产较上年末增长 17.55%，合同资产累计计提减值准备 2.47 亿元，计提比例为 1.86%。公司合同资产中未交付客户投入使用的规模达 121.22 亿元，对公司资金形成较大占用。

截至 2019 年末，公司非流动资产较上年末增长 45.11%，主要系其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产及其他非流动资产构成。

截至 2019 年末，公司长期应收款较上年末增长 15.98%，包括一年内到期部分在内，主要为长期应收客户款项 17.45 亿元及 BT 合同回购款 6.67 亿元。在市场拓展过程中，公司为承揽工程项目需向业主方或合作方提供一定额度的使用资金，用于支持业主方建设工程项目的前期支出，业主主要为地方政府平台公司或其他第三方公司，资金用途主要为项目前期拆迁费或土地出让金等，上述使用资金将在一定期间内偿还，公司将合同中约定收款期限大于 1 年的部分计入长期应收客户款项，业主和公司不存在关联关系。截至 2019 年末，公司长期应收款累计计提坏账准备 0.96 亿元，计提比例为 3.97%。

截至 2019 年末，公司固定资产 23.14 亿元，较上年末增长 11.17%，主要由房屋建筑物（占 80.63%）和机器设备（占 10.88%）构成，累计计提折旧 16.49 亿元；固定资产成新率 57.99%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产较上年末大幅增长 231.47%，主要系弥玉项目投入大幅增加所致。公司其他非流动资产主要为 PPP 高速公路建设期投入 25.06 亿元及长期合同资产（BT 建设项目下已完工未结算工程）8.00 亿元。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司所有权或使用权受限资产合计 22.76 亿元，占公司总资产的比例为 4.06%，其中货币资金受限 9.05 亿元、应收账款受限 10.48 亿元、固定资产受限 2.56 亿元，受限比例低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额较上年末下降 2.04%，变化不大。其中，流动资产占 77.35%，非流动资产占 22.65%，资产结构较上年末变动不大。

3．负债和所有者权益

（1）负债

公司债务规模波动增长，仍以短期债务为主。同时，公司可续期公司债及信托贷款余额较大，若调整为债务计算，公司债务负担有所加重。

截至 2019 年末，公司负债总额较上年末增长 13.21%，流动负债及非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 86.67%，非流动负债占 13.33%，非流动负债占比较上年末小幅上升。

表 7　公司主要负债构成及变动情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2019 年增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**328.09**	**91.47**	**351.91**	**86.67**	**7.26**	**324.90**	**86.02**
短期借款	90.52	25.24	71.98	17.73	-20.48	81.25	21.51
应付账款	153.16	42.70	157.38	38.76	2.75	135.51	35.88
合同负债	27.17	7.57	23.81	5.86	-12.35	24.52	6.49
其他应付款	16.47	4.59	49.49	12.19	200.47	23.24	6.15
其他流动负债	13.44	3.75	25.97	6.39	93.14	34.60	9.16
非流动负债	**30.58**	**8.53**	**54.13**	**13.33**	**77.00**	**52.80**	**13.98**
长期借款	22.23	6.20	46.66	11.49	109.92	45.35	12.01
负债总额	**358.67**	**100.00**	**406.04**	**100.00**	**13.21**	**377.70**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季报，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动负债较上年末增长 7.26%，主要系其他应付款及其他流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、合同负债及其他流动负债构成。

截至 2019 年末，公司短期借款较上年末下降 20.48%，主要系信用借款下降所致。公司短期借款主要由信用借款（占 61.67%）、保证借款（占 18.81%）及非金融机构借款（占 13.90%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款较上年末变化不大，主要为应付分包商工程款、应付分包商劳务费及原材料采购款。

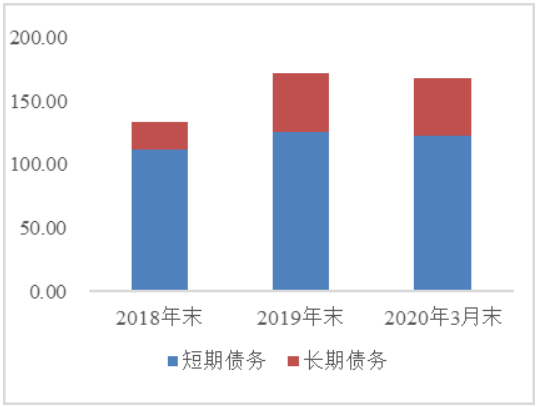
截至 2019 年末，公司合同负债较上年末下降 12.35%，主要由已结算未完工项目构成，账龄主要集中于 1 年以内。

截至 2019 年末，公司其他应付款较上年末大幅增长 200.47%，主要系公司在 2019 年末宣告赎回了在 2016 年发行的 3.5 亿美元高级永续债券，报表重分类使得新增应付永续债赎回款 25.11 亿元所致。公司其他应付款主要由应付永续债赎回款（占 50.74%）、应付保证金和押金（占 21.25%）、暂收款（占 12.51%）及往来款（占 5.81%）构成。本报告将应付永续债赎回款 25.11 亿元计入短期债务核算。

截至 2019 年末，公司其他流动负债较上年末增长 93.14%，主要系发行 10.00 亿元“19 中铝国工 SCP001”超短期融资券（已于 2020 年 4 月 7 日兑付）所致。公司其他流动负债主要为待结转销项税 15.61 亿元及短期应付债券 10.17 亿元。本报告将超短期融资券计入短期债务核算。

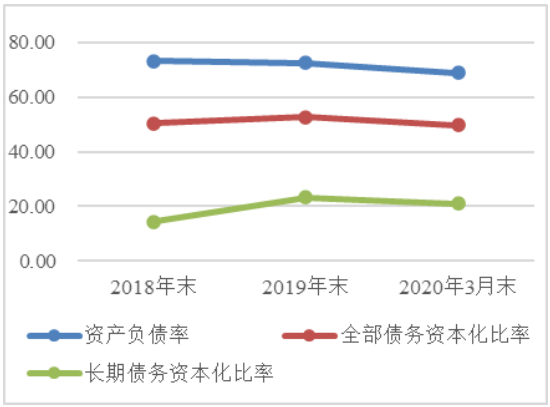
截至 2019 年末，公司非流动负债较上年末增长 77.00%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款构成。公司长期借款较上年末大幅增长 109.92%，主要由保证借款、信用借款及企业间借款（向中铝集团借款）构成。

图 2　公司长短期债务趋势（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及 2020 年一季报，联合评级整理

图 3　公司负债及债务水平（单位：%）



资料来源：公司审计报告及 2020 年一季报，联合评级整理

截至 2019 年末，公司全部债务 172.23 亿元，较上年末增长 28.71%。其中，短期债务占 72.91%，占比有所下降但公司债务结构仍有待优化。截至 2019 年末，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 72.51%、52.80%和 23.26%，较上年末分别下降 0.59 个百分点、上升 2.46 个百分点和上升 8.85 个百分点。若剔除公司可续期公司债及信托贷款对所有者权益的影响，截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 77.86%、61.99%和 38.19%，较调整前分别上升 5.35 个百分点、9.19 个百分点和 14.93 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额较上年末下降 6.98%。其中，流动负债占 86.02%，非流动负债占 13.98%。公司负债仍以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 168.31 亿元，较上年末下降 2.28%。其中，短期债务 122.97 亿元（占 73.06%）；长期债务 45.35 亿元（占 26.94%）。截至 2020 年 3 月末，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 68.85%、49.62%和 20.97%，较上年末分别下降 3.66 个百分点、3.18 个百分点和 2.29 个百分点。若剔除公司可续期公司债及信托贷款对所有者权益的影响，截至 2020 年 3 月末，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 73.40%、56.98%和 32.51%，较调整前分别上升 4.55 个百分点、7.36 个百分点和 11.54 个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益规模有所增长，但其他权益工具和未分配利润占比仍较高，公司权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 153.95 亿元，较上年末增长 16.62%，主要系发行 15.00 亿元“19 中工 Y1”、新增 10.00 亿元可续期信托贷款使得其他权益工具增长及子公司云南弥玉纳入合并范围使得少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 73.54%，少数股东权益占比为 26.46%。归属于母公司所有者权益 113.22 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 26.14%、26.46%、7.02%和 35.52%。公司权益稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 170.89 亿元，较上年末增长 11.00%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 63.43%，少数股东权益占比为 36.57%。归属于母公司所有者权益 108.40 亿元，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 27.30%、7.75%、23.03%和 36.44%。权益稳定性一般。

4．盈利能力

受工程承包业务及贸易业务收入下降影响，公司营业收入出现下滑，同时受期间费用及信用减

值损失增长影响，公司盈利能力下滑。受疫情影响，公司 2020 年一季度收入规模大幅下降，整体亏损。

2019 年，受工程承包业务及贸易业务收入下降影响，公司营业收入有所下降，营业成本也随之下降，营业收入降幅小于营业成本降幅。2019 年，公司利润总额较上年下降 47.60%，主要系期间费用及信用减值损失增长所致。公司营业利润率较上年保持稳定。2019 年，公司信用减值损失较上年增长 31.35%，主要系应收账款坏账损失增长所致；信用减值损失包括应收账款坏账损失 4.25 亿元、其他应收款坏账损失 1.09 亿元、长期应收款坏账损失 0.72 亿元和合同资产减值损失 0.82 亿元。

表 8　公司盈利能力情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	2019 年增长率/百分点	2020 年 1－3 月
营业收入	336.35	310.60	-7.66	40.64
营业成本	303.60	277.80	-8.50	37.60
费用总额	20.74	22.90	10.39	4.05
其中：销售费用	0.99	1.25	26.64	0.20
管理费用	9.78	10.67	9.06	2.16
研发费用	4.83	5.24	8.55	0.50
财务费用	5.14	5.73	11.51	1.19
信用减值损失	-5.23	-6.87	31.35	0.79
利润总额	6.58	3.45	-47.60	-0.21
营业利润率	9.51	10.22	0.71	6.99
总资本收益率	4.55	3.25	-1.30	--
净资产收益率	4.04	1.56	-2.48	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季报，联合评级整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额较上年增长 10.39%，各项费用均有所增长。2019 年，公司费用收入比为 7.37%，较上年上升 1.21 个百分点，公司控制费用能力仍较强。

从各项盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，盈利能力有所下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 40.64 亿元，较上年同期下降 33.93%，主要系施工进度受疫情影响较大；实现净利润-0.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-0.71 亿元，较上年同期的 0.53 亿元由盈转亏。

5．现金流

受各项业务款项回笼及现金支出波动影响，公司经营活动现金净流量有所波动，随着弥玉项目的持续投入，投资活动产生的现金由净流入转为净流出，公司外部融资需求仍较大。

表 9　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2019 年增长率	2020 年 1－3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	302.05	292.81	-3.06	57.07
购买商品、接受劳务支付的现金	266.23	249.91	-6.13	64.59
支付给职工以及为职工支付的现金	22.77	22.24	-2.35	4.97
收回投资收到的现金	44.28	50.04	13.01	33.42

购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2.55	12.98	409.74	10.61
投资支付的现金	40.01	47.39	18.45	30.97
吸收投资收到的现金	10.13	49.61	389.66	23.00
取得借款收到的现金	157.13	175.29	11.56	63.41
偿还债务支付的现金	164.90	169.85	3.00	74.02
经营活动产生的现金流量净额	**5.65**	**10.96**	**94.02**	**-15.97**
投资活动产生的现金流量净额	**1.90**	**-9.79**	**--**	**-8.91**
筹资活动产生的现金流量净额	**-12.54**	**31.91**	**--**	**9.92**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季报，联合评级整理

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 296.34 亿元，较上年下降 3.49%，主要为业务款项回笼；经营活动现金流出 285.38 亿元，较上年下降 5.32%，主要系各项业务成本的现金支出下降所致。2019 年，公司实现的经营活动净流入大幅增加。2019 年，公司现金收入比为 94.27%，较上年上升 4.47 个百分点，经营获现能力仍强。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 52.39 亿元，较上年增长 12.64%，主要系公司收回理财投资增长所致；投资活动现金流出 62.18 亿元，较上年增长 39.39%，主要系弥玉项目投入大幅增加所致。2019 年，公司投资活动产生的现金由上年的净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 224.90 亿元，较上年增长 33.25%，主要为发行永续债券、可续期信托贷款及取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 192.99 亿元，较上年增长 6.43%，主要为偿还债务、分配股利及利息等支付的现金。2019 年公司筹资活动产生的现金由上年的净流出转为净流入。

2020 年 1－3 月，受疫情影响，公司经营活动现金净流量转为净流出，投资活动现金净流量仍为净流出，公司现金流入对筹资活动依赖仍较高。

6．偿债能力

公司短期偿债能力仍尚可、长期偿债能力指标有所下降，但考虑到公司股东实力强、经营规模较大、技术研发优势突出、以及融资渠道畅通等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

表 10　公司偿债指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	1.26	1.27	1.31
速动比率	1.16	1.18	1.20
现金短期债务比	0.66	0.84	0.69
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	2.09	1.69	--
EBITDA 全部债务比	0.12	0.08	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季报，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率与速动比率均持续增长，现金短期债务比波动增长，整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 13.24 亿元，较上年下降 16.70%，主要系利润总额下降所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 13.96%）、计入财务费用的利息支

出（占 55.74%）及利润总额（占 26.04%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比较上年均有所下降，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力有所减弱。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

公司与多家商业银行保持良好合作关系，截至 2019 年末，公司获得银行授信额度合计 556.9 亿元，已使用授信 165.09 亿元，尚未使用额度 391.81 亿元，公司间接融资渠道顺畅。同时，公司为 H 股、A 股双重上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版）（中征码：1101000005251190），截至 2020 年 4 月 3 日，公司本部无未结清或已结清的关注或不良信贷信息记录。

据公司 2019 年审计报告或有事项部分披露，公司及下属子公司存在 19 项重大未决诉讼及仲裁（其中 2 起未决诉讼涉及互讼），涉及金额合计约 29.96 亿元，占公司 2019 年末所有者权益的比例为 19.46%。诉讼案件中公司主要作为原告，对未及时支付其工程款、项目管理费用的甲方及其相关项目方提出的诉讼或仲裁。对所涉诉纠纷项目，公司已根据项目情况计提了相应坏账准备，但或存在继续减值的可能。

截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 26.85 亿元，担保比率 17.44%。被担保方勉县城市发展投资有限责任公司股东及实控人为勉县国有资产监督管理委员会办公室，云南宁永高速公路有限公司及云南临云高速公路有限公司为公司参与的 PPP 高速公路项目的项目公司，经营状况良好。公司或有负债风险可控。

表 11　截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否存在反担保
汉中九冶建设有限公司	勉县城市发展投资有限责任公司	7,270	2015/10/20	2027/10/19	是
九冶建设有限公司	勉县城市发展投资有限责任公司	4,100	2013/01/07	2023/01/06	是
公司本部	云南宁永高速公路有限公司	128,580	2019/12/18	2053/12/18	否
公司本部	云南临云高速公路有限公司	128,580	2019/12/18	2053/12/18	否
合计	--	**268,530**	--	--	--

资料来源：公司年报

7．母公司财务概况

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司所有者权益稳定性一般、盈利能力尚可。

公司合并范围内子公司较多，主营业务由子公司运营，其中母公司营业收入占合并营业收入的 4.34%。公司子公司大部分通过同一控制下的企业合并或投资设立产生，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 189.41 亿元，较上年末变化不大。其中，流动资产为 113.96 亿元，非流动资产为 75.45 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金及其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 23.74 亿元。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 73.82 亿元，较上年末增长 20.80%。主要由实收资本（占 40.08%）、其他权益工具（占 40.58%）和资本公积（占 16.16%）构成，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，母公司负债总额 115.58 亿元，较上年末下降 8.98%。其中，流动负债 85.65 亿元（占 74.10%），非流动负债 29.94 亿元（占 25.90%）。从构成看，流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款及其他流动负债构成，非流动负债主要由长期借款构成。截至 2019 年末，全

部债务77.27亿元，其中，短期债务47.37亿元（占61.30%），长期债务29.90亿元（占38.70%），以长期债务为主。截至2019年末，母公司资产负债率为61.02%，较上年末下降6.49个百分点。

2019年，母公司营业收入为13.49亿元，净利润为1.27亿元，总资本收益率和净资产收益率分别为4.80%和1.88%。

截至2020年3月末，母公司资产总额205.10亿元，所有者权益69.66亿元，短期债务62.40亿元，全部债务96.30亿元；2020年1－3月，母公司实现营业收入1.11亿元，净利润0.74亿元。

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年末，公司现金类资产达105.96亿元，为“19中工Y1”待偿本金（15.00亿元）7.06倍；净资产153.95亿元，为待偿本金的10.26倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“19中工Y1”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为13.24亿元，为待偿本金的0.88倍，公司EBITDA对“19中工Y1”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入296.34亿元，为待偿本金的19.76倍；公司2019年经营活动现金流量净额为10.96亿元，为待偿本金的0.73倍。公司经营活动现金流入量对“19中工Y1”的覆盖程度很高，经营活动现金流量净额对“19中工Y1”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司的综合实力、技术水平、股东实力及融资渠道等方面所具备的竞争优势，公司对“19中工Y1”的偿还能力仍属很强。

九、债券保护条款分析

1. 担保条款

“19中工Y1”由中铝集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围为公司已宣告支付或赎回的利息和本金、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

担保人中铝集团承担保证责任的期间为“19中工Y1”的存续期及“19中工Y1”到期之日起两年。债券持有人在保证期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2．担保人信用分析

2018年以来，中铝集团资源储备及生产规模优势进一步凸显，在与云南省进行战略合作及中国铝业市场化债转股过程中获得有力的外部支持。随着云冶集团纳入合并范围，中铝集团资产规模大幅上升，业务板块更加多元，整体竞争力进一步增强。

截至2019年9月末，中铝集团注册资本252.00亿元，国务院国资委持有其100%股权，为中铝集团实际控制人。2019年，中铝集团主要经营范围未发生重大变化。截至2019年9月末，中铝集团拥有34家二级子公司，其中中国铝业是上海、香港、纽约三地上市公司，截至2019年9月末，中铝集团直接持有中国铝业29.67%股权、通过子公司间接持有2.39%股权，合计持股比例为32.06%。

中铝集团注册地址：北京市海淀区西直门北大街62号18、22、28层；法定代表人：姚林。

2018年以来，随着合并报表范围的增加及新增几内亚boffa铝土矿资源，中铝集团资源储备总量进一步增加。截至2019年9月末，中铝集团控制的铝土矿资源量约为30.48亿吨、铜资源储量为3,010万吨，分别较上年末增加2.58亿吨和下降42万吨。生产规模方面，截至2019年9月末，中

铝集团氧化铝、电解铝及阴极铜产能分别为 2,026 万吨/年、816 万吨/年、128 万吨/年。电解铝产能较上年末有所增长，主要系云南铝业股份有限公司（以下简称“云铝股份”）纳入合并报表范围所致，氧化铝及阴极铜产能较上年末未有变化。中铝集团氧化铝和电解铝产能分别位居全球第一和全球第二，规模优势明显。且中铝集团产能全部为合规产能，随着供给侧改革以及国内安全环保政策趋严，中铝集团规模优势进一步凸显。

2018 年，中铝集团在与云南省进行战略合作及用电政策争取等方面获得了国务院国资委的大力支持。此外，中铝集团子公司中国铝业于 2017 年末和 8 家投资者签订了合计 126 亿元市场化债转股并于 2019 年 2 月与该 8 家投资者完成非公开发行股份购买资产事项，中铝集团持续获得有力的外部支持。

2018 年中铝集团与云南省签署战略合作协议，云南省国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）将其持有的云南冶金集团股份有限公司（以下简称“云冶集团”）51%股权无偿划转至中铝集团子公司中国铜业，上述事项于 2019 年 1 月完成工商登记变更。中铝集团新增铅锌板块业务，资源品种更加多元化，未来中铝集团将发展以铝铜铅锌为主的多金属矿业业务，以铝、铜、铅锌、稀有稀土资源为核心的战略规划有助于中铝集团提高综合竞争实力。

截至 2018 年末，中铝集团合并资产总额 6,413.14 亿元，负债合计 4,266.23 亿元，所有者权益 2,146.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,153.42 亿元。2018 年，中铝集团实现营业收入 3,002.00 亿元，净利润 29.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.46 亿元；经营活动产生的现金流量净额 209.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 33.60 亿元。

截至 2019 年 9 月末，中铝集团合并资产总额 6,642.50 亿元，负债合计 4,298.88 亿元，所有者权益 2,343.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,204.31 亿元。2019 年 1－9 月，中铝集团实现营业收入 2,627.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 199.71 亿元，现金及现金等价物净增加额-52.28 亿元。

经联合评级评定，中铝集团主体长期信用等级为“AAA”，中铝集团担保能力极强。

十、综合评价

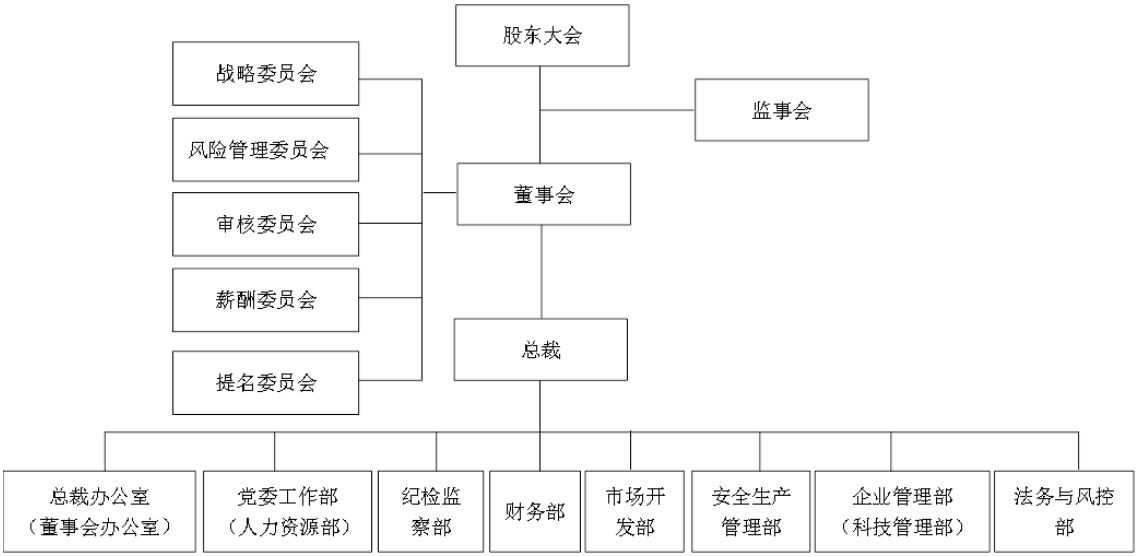
跟踪期内，公司作为国务院国资委下属中铝集团的控股子公司，实力进一步提升，并保持充足的项目储备。同时联合评级也关注到公司资产存在继续减值风险、盈利能力有所下滑等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司项目储备充足，未来随着储备项目的开展，公司经营状况有望保持稳定。

“19 中工 Y1”由中铝集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中铝集团担保实力极强，其所提供的担保对“19 中工 Y1”的到期还本付息具有积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“19 中工 Y1”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　中铝国际工程股份有限公司
组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附件 2-1 中铝国际工程股份有限公司
主要财务指标（合并报表）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	490.69	559.99	548.59
所有者权益（亿元）	132.02	153.95	170.89
短期债务（亿元）	111.58	125.57	122.97
长期债务（亿元）	22.23	46.66	45.35
全部债务（亿元）	133.81	172.23	168.31
营业收入（亿元）	336.35	310.60	40.64
净利润（亿元）	5.11	2.23	-0.43
EBITDA（亿元）	15.90	13.24	--
经营性净现金流（亿元）	5.65	10.96	-15.97
应收账款周转次数（次）	2.31	1.94	--
存货周转次数（次）	3.99	8.18	--
总资产周转次数（次）	0.71	0.59	--
现金收入比率（%）	89.80	94.27	140.44
总资本收益率（%）	4.55	3.25	--
总资产报酬率（%）	2.86	2.06	--
净资产收益率（%）	4.04	1.56	--
营业利润率（%）	9.51	10.22	6.99
费用收入比（%）	6.17	7.37	9.97
资产负债率（%）	73.10	72.51	68.85
全部债务资本化比率（%）	50.34	52.80	49.62
长期债务资本化比率（%）	14.41	23.26	20.97
EBITDA 利息倍数（倍）	2.09	1.69	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.08	--
流动比率（倍）	1.26	1.27	1.31
速动比率（倍）	1.16	1.18	1.20
现金短期债务比（倍）	0.66	0.84	0.69
经营现金流动负债比率（%）	1.72	3.11	-4.92
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.06	0.88	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告财务分析采用追溯调整后数据，公司 2018－2019 年财务数据均使用年末数据；3. 2020 年一季度财务数据未经审计；4. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. 本报告将公司应付永续债赎回款、其他流动负债中超短期融资券纳入其短期债务核算；6. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；7. 本报告部分指标计算公式与上市公司采用口径不一致，故与上市公司年报披露的相应指标值存在差异

附件 2-2 中铝国际工程股份有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	188.10	189.41	205.10
所有者权益（亿元）	61.11	73.82	69.66
短期债务（亿元）	58.54	47.37	62.40
长期债务（亿元）	17.37	29.90	33.90
全部债务（亿元）	75.91	77.27	96.30
营业收入（亿元）	31.54	13.49	1.11
净利润（亿元）	2.16	1.27	0.74
EBITDA（亿元）	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.74	-5.89	-3.16
应收账款周转次数（次）	1.57	0.66	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.07	--
现金收入比率（%）	72.56	148.06	413.59
总资本收益率（%）	5.40	4.80	--
总资产报酬率（%）	3.88	3.58	--
净资产收益率（%）	3.79	1.88	--
营业利润率（%）	10.28	16.94	1.93
费用收入比（%）	13.56	37.25	51.48
资产负债率（%）	67.51	61.02	66.04
全部债务资本化比率（%）	55.40	51.14	58.03
长期债务资本化比率（%）	22.13	28.83	32.74
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	--
流动比率（倍）	1.14	1.33	1.24
速动比率（倍）	1.12	1.31	1.23
现金短期债务比（倍）	0.39	0.53	0.29
经营现金流动负债比率（%）	0.67	-6.87	-3.11

注：1. 本报告财务分析采用追溯调整后数据，母公司 2018－2019 年财务数据均使用年末数据；2. 2020 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 本报告将母公司其他流动负债中超短期融资券纳入其短期债务核算；5. 本报告部分指标计算公式与上市公司采用口径不一致，故与上市公司年报披露的相应指标值存在差异

附件 3　中国铝业集团有限公司
主要财务指标（合并报表）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	5,313.37	6,413.14	6,642.50
所有者权益（亿元）	1,952.28	2,146.91	2,343.62
短期债务（亿元）	1,491.44	1,858.73	1,710.09
长期债务（亿元）	1,147.98	1,467.98	1,543.91
全部债务（亿元）	2,639.42	3,326.71	3,254.00
营业收入（亿元）	3,155.15	3,002.00	2,627.77
净利润（亿元）	0.001	29.55	29.94
EBITDA（亿元）	262.60	304.92	--
经营性净现金流（亿元）	198.42	209.84	199.71
应收账款周转次数（次）	15.22	13.52	--
存货周转次数（次）	5.99	5.15	--
总资产周转次数（次）	0.60	0.51	--
现金收入比率（%）	98.99	94.38	105.77
总资本收益率（%）	2.79	2.97	--
总资产报酬率（%）	2.81	2.91	--
净资产收益率（%）	0.00	1.44	--
营业利润率（%）	8.15	9.50	9.11
费用收入比（%）	7.89	8.53	9.16
资产负债率（%）	63.26	66.52	64.72
全部债务资本化比率（%）	57.48	60.78	58.13
长期债务资本化比率（%）	37.03	40.61	39.71
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	2.45	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.09	--
流动比率（倍）	0.77	0.69	0.73
速动比率（倍）	0.52	0.50	0.46
现金短期债务比（倍）	0.43	0.36	0.36
经营现金流动负债比率（%）	9.55	8.01	7.79

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告财务分析采用追溯调整后数据，担保方 2017－2018 年财务数据均使用年末数据；3. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 本报告将担保方其他流动负债中短期应付债券和黄金租赁纳入短期债务核算，将担保方长期应付款中融资租赁款纳入其长期债务核算；5. 担保方 2019 年三季度财务数据未经审计

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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+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+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。