跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]476 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发行的“16 中工 01”进行跟踪评级，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发行的“16 中工 01”信用等级为 AA+。

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

中铝国际工程股份有限公司
公司债券 2017 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	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 中工 01	9 亿元	3(2+1)	AA+	AA+	2016.5.23

跟踪评级时间：2017 年 5 月 23 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	308.37	425.73	422.58
所有者权益（亿元）	91.71	140.17	126.98
长期债务（亿元）	12.11	19.80	23.34
全部债务（亿元）	91.49	124.32	144.72
营业收入（亿元）	194.50	247.66	56.00
净利润（亿元）	6.70	13.28	0.83
EBITDA（亿元）	15.18	23.45	--
经营性净现金流（亿元）	-4.75	-11.92	-9.68
经营活动流入量（亿元）	280.26	255.64	95.24
营业利润率（%）	10.44	10.76	7.45
净资产收益率（%）	7.51	11.46	--
资产负债率（%）	70.26	67.08	69.95
全部债务资本化比率（%）	49.94	47.01	53.26
流动比率（倍）	1.28	1.37	1.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.34	4.71	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.69	2.61	--

注：1、2017 年 1 季度数据未审计，部分指标未年化；2、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；3、除特别说明外，均指人民币；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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”或“中铝国际”）作为国资委下属中国铝业公司的控股子公司，在行业经验、专业资质、技术研发、产业链延伸、股东支持等方面保持了较强的综合竞争优势。2016 年，公司经营情况保持稳定，随着九冶建设有限公司（以下简称“九冶建设”）纳入公司合并范围，公司资产和权益规模进一步扩大，盈利能力有所提高。同时联合评级也关注到有色金属行业产能过剩、建筑行业竞争日趋激烈、资金压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司规模有望随着公司工程承包业务向市政及民用建筑领域的延伸、有色金属工程领域相关技术产品的创新推广以及海外市场的不断开拓进一步扩大。

综上，联合评级维持中铝国际的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 中工 01”债项“AA+”的信用等级。

优势

1．2016 年，受基础设施投资、民建工程投资拉动影响，建筑业景气度有所回升。公司“走出去”发展战略的实施以及业务领域向市政民建等的延伸为公司稳定发展奠定了基础。

2．2016 年，公司在设计、施工、研发方面的经验和技术实力得到进一步加强，在有色金属工程设计、施工等领域保持着较强的技术、品牌及资质优势。

3．2016 年，公司将九冶建设纳入合并范围，资产和权益规模进一步扩大；现金类资产充裕，资产质量保持良好。

4．2016 年，公司各版块业务有序发展，

工程承包、贸易业务收入规模稳步增长；毛利率水平整体保持稳定，费用收入比有所下降。

关注

1．2016 年，在供给侧改革的背景下，有色行业固定资产投资额持续下滑，对有色金属工程行业造成不利影响。

2．公司应收账款及存货占比较大，面临一定的坏账损失风险。

3．公司负债结构以短期债务为主，面临较大的集中偿付压力。

4．公司业务垫资需求较大，经营活动现金净流出规模有所扩大，面临较大的资金压力。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

周　婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@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 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

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它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：

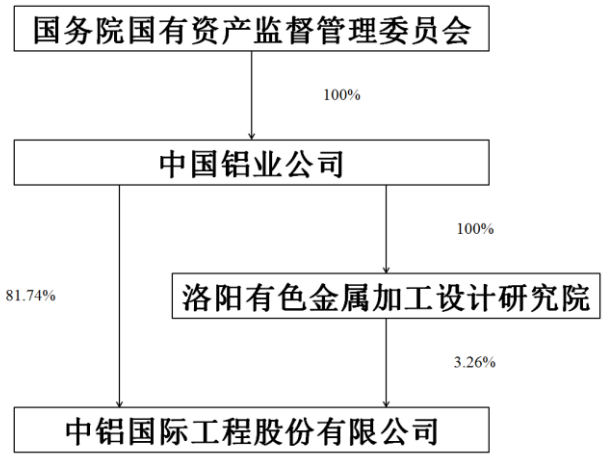
联合信用评级有限公司

一、主体概况

中铝国际工程股份有限公司（以下简称“中铝国际”或“公司”）是中国铝业公司（以下简称“中铝公司”）的控股子公司，也是中铝公司工程技术板块的承担者。公司前身是中铝国际工程有限责任公司，于 2003 年 12 月由中铝公司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，股票代码“02068.HK”，股票简称为“中铝国际”，股本增至 26.63 亿股。历经股权变更和重组改制等事宜，截至 2016 年底，公司股本为 266,316.00 万股，其中 H 股为 39,947.60 万股，占总股本的 15.00%；中铝公司直接持有公司股权 81.74%，通过子公司洛阳有色金属加工设计研究院间接持有公司股权 3.26%，中铝公司合计持有公司 85%的股权。由于中铝公司为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）直属全资子公司，国资委为公司最终实际控制人。

图 1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要经营范围：对外派遣实施境外工程所需的劳务人员；行业及专项规划；国内工程的勘测、设计、咨询、监理和工程总承包及设备、材料的销售；承包境外有色金属行业工程和境内国际招标工程；承包上述境外工程的勘测、咨询、设计和监理项目；进出口业务；装备制造；节能环保、新材料产业技术研发及产品生产与销售；物业管理。

截至 2016 年底，公司下设董事会办公室、总裁办公室、人力资源部/党群工作部、纪检监察审计部、财务部、国内业务部、国际业务部、科技管理部、企业管理部、工程管理部/安全环保健康部 10 个职能部门；公司拥有 25 家一级子公司、59 家二级子公司、6 家三级子公司。截至 2016 年底，公司拥有在职员工 11,528 名。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 425.73 亿元，负债合计 285.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 140.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 94.07 亿元。2016 年，公司实现营业收入 247.66 亿元，净利润（含少数股东损益）13.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.57 亿元。2016 年，公司经营活动现金净流出 11.92 亿元，现金及现金等价物净增加 28.66 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 422.58 亿元，负债合计 295.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 126.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 100.49 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.00 亿元，净利润（含少数股东损益）0.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净

利润 0.19 亿元。2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 9.68 亿元，现金及现金等价物净增加-27.35 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：贺志辉。

二、债券概况

2016 年 6 月，公司发行“中铝国际工程股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”，最终发行规模为 9 亿元，票面金额 100 元/张，按面值发行。本期债券期限为 3 年（附第 2 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。本期债券为固定利率债券，采取单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券根据网下询价结果确定的票面利率为 4.70%，发行人有权决定在本期债券存续期的第 2 年末调整本期债券后 1 年的票面利率。本期债券于 2016 年 6 月 17 日开始计息，于 2016 年 7 月 21 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 中工 01”，证券代码“136453.SH”。

本期债券募集资金已于 2016 年 6 月全部用于偿还公司到期借款。

跟踪期内，由于未到付息期，公司尚未支付本期债券利息。

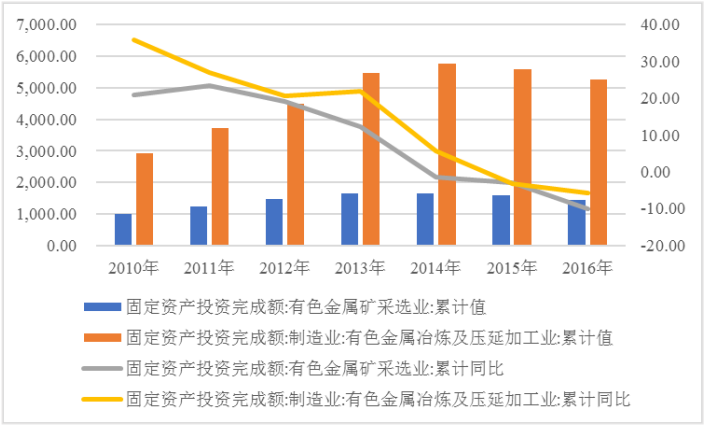
三、行业分析

公司主营业务包括工程施工及承包、工程设计与咨询、装备制造和与工程承包等相关的设备及原材料贸易业务，其中又以工程施工及承包业务为主，工程施工及承包业务目前主要涉及有色金属、市政工程及民建等领域。

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才能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。2016 年，全国固定资产投资同比名义增速为 8.1%（扣除价格因素实际增长 8.8%），较上年度下降 1.9 个百分点，固定资产投资缓中趋稳。受投资驱动影响，2016 年，我国建筑业总产值保持了增长态势，2016 年达到 193,566.78 亿元，同比增长 7.1%，较上年度提高 4.8 个百分点，统计数据显示，2016 年全国建筑业房屋建筑施工面积 126.4 亿平方米，同比增长 2.0%；施工项目计划总投资 1,120,561 亿元，同比增长 10.0%；新开工项目计划总投资 493,295 亿元，同比增长 20.9%；新开工项目 617,450 个，同比增加 122,848 个，行业形势有所回暖。

具体从有色金属、市政工程及民建等领域的需求情况来看，有色金属方面，中国有色金属产量呈增长趋势，十种金属总产量已连续多年位居世界第一。我国整体产业链结构呈现矿山产能小、冶炼产能大、加工产能更大的产业格局，行业冶炼产能整体呈现过剩态势。2016 年，受经济数据超预期、美国大选提振美股上涨、OPEC 达成冻产协议等因素影响，市场情绪高涨，有色金属价格止跌回升。但随着供给侧改革逐步推进，2016 年，我国有色金属产量增速普遍下降，行业固定资产投资额亦呈下降趋势。国家发改委公布数据显示，2016 年，全国十种有色金属产量 5,283 万吨，同比增长 2.5%，增速同比回落 3.3 个百分点。2016 年，有色金属矿采选业固定资产投资额 1,428.72 亿元，同比减少 10.04%；有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资额 5,258.54 亿元，同比减少 5.74%。

图 2　2010~2016 年有色金属固定资产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

市政工程方面，2016 年，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）118,878 亿元，同比增长 17.4%，增速较上年提高 0.2 个百分点，整体保持较高增速。其中，水利管理业投资增长 20.4%，增速较上年下降 0.6 个百分点，公共设施管理业投资增长 22.9%，增速较上年提高 2.7 个百分点，道路运输业投资增长 15.1%，增速较上年下降 1.6 个百分点，铁路运输业投资下降 0.2%，增速较上年下降 0.8 个百分点。此外，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资 29,736 亿元，同比增长 11.3%，增速较上年下降 4.46 个百分点。

民建工程方面，2016 年，全国房地产开发投资 102,581 亿元，同比名义增长 6.9%（扣除价格因素实际增长 7.5%），增速回升明显，较上年提高 5.9 个百分点。2016 年，房地产开发企业房屋施工面积 758,975 万平方米，同比增长 3.2%，增速提高 3.8 个百分点。此外，根据国务院工作安排，2015~2017 年，全国需要完成总计 1,800 万套城市棚户区改造工作，城镇棚户区改造成为民生、拉动经济增长的重要施政手段。

政策方面，2017 年，我国供给侧改革从钢铁、煤炭等行业扩围至有色金属行业，新疆、山东和内蒙古等三地均推进电解铝去产能，政策兑现力度较大，未来有望继续延伸至水泥等建材行业。房地产方面，国家加强对房地产市场调控，2017 年 3 月以来，全国房地产政策密集出台，4 月份数据显示全国成交量已有所回落，调控政策短期效果显现，在货币政策保持“稳健中性”的环境下，预计未来一二线重点城市以调控为主，二线城市降杠杆为主要，三四线城市“去库存”为主的政策仍将继续。2016 年，国家财政部、发改委等部委出台了支持融资、以奖代补等一系列政策鼓励 PPP 项目发展。

总体看，建筑行业竞争激烈，资金压力较大，成本主要受原材料及价格影响。2016 年我国建筑业总产值保持增长态势，国家对有色金属和房地产政策的调控政策对有色金属工程需求造成一定不利影响，同时水泥等建材供给侧改革也将带来一定建筑业成本上涨压力；国家经济结构调整、城镇化建设和全球化经济布局等国家战略的实施有望为建筑工程行业发展提供新的动力。未来建筑工程整体行情预计将呈缓中趋稳态势发展。

四、基础素质分析

科技创新平台方面，2016 年，公司子公司贵阳铝镁设计研究院有限公司和中色科技股份有限公司通过了国家发改委 2016 年（第 23 批）国家企业技术中心认定；公司及多家子公司获得国家级高

新技术企业资格认定。截至2016年底，公司共拥有3个国家级工程技术研究中心和企业技术中心，3 个国家级企业博士后工作站，13 个省级技术中心，1 个省级博士后创新实践基地，一个省级工程实验室。截至 2016 年底，公司共拥有国家级工程勘察设计大师 7 人，省部级及有色行业工程勘察设计大师42人。

专利申请和授权情况方面，2016，公司共申报境内专利253件，授权境内专利265件，授权国际专利10件；获得省部级工法17项。截至2016年底，公司累计申请境内专利6,340件，授权境内专利4,663件，申请国际专利134件，授权国际专利122件；累计获得国家级工法7项。

2016 年，公司“多功能高效节能铝电解供电整流技术的研究与应用”等 10 项技术成果通过了行业协会等有关部门组织的成果评价；公司获得行业协会颁发的省部级科学技术奖 17 项，并获得多项“部级优秀工程咨询成果奖”、“部级优秀工程勘察奖”和“部级优秀设计奖”。2016年，公司“超低能耗电解槽技术开发”、“三层多品种金属冷复合轧制装备与工艺研究”等科研项目推进顺利。

2016年，公司科研支出6.37亿元，较上年增加0.32亿元，占营业收入的比重为2.6%。

此外，2017年1月，公司子公司中国有色金属工业第六冶金建设有限公司取得房屋建筑工程施工总承包特级资质。

总体看，2016年，公司在设计、施工、研发方面的经验和技术实力得到进一步加强，保持了其工程设计咨询及工程承包业务的核心竞争优势。

五、经营管理分析

1．管理分析

因公司原董事长张程忠先生辞任公司董事长职务，自 2016 年 3 月起公司董事会委任公司原总裁贺志辉先生担任董事长，同时临时兼任总裁职务。

2016年8月8日，公司董事会聘任吴志刚先生、畅耀民先生为公司副总裁。2016年8月21日起，秦奇武先生因退休于不再担任公司副总裁。

2016年10月31日，公司董事会委任宗小平先生接任贺志辉先生为公司总裁，任期三年。

宗小平先生，1968年出生，工商管理硕士学位，教授级高级工程师。1991年7月至1995年4月担任中国建筑第八工程局有限公司东海开发建设总公司第三建筑公司项目技术负责人、项目经理等职务；1995年4月至2002年1月担任中国建筑第八工程局有限公司东海开发建设总公司总工办副主任、项目经理、副总经理等多个职务；2002年1月至2002年11月，担任中国建筑第八工程局有限公司东海开发建设总公司总经理；2002年11月至2012年11月担任中国建筑第八工程局有限公司广州分公司总经理；2012年12月至2016年10月担任中国建筑股份有限公司西南区域总部副总经理、中建铝新材料有限公司（筹）董事长、法定代表人；2016年10月至今担任公司总裁。

总体看，2016年，公司高级管理人员有所变动，但考虑到公司管理制度成熟、经营规划连续，公司相关人员变动对对公司经营影响不大，公司整体管理运作正常。

2．经营分析

（1）经营概况

2016 年，公司主营业务未发生明显变化，实现主营业务收入 246.47 亿元，较上年大幅增长27.37%，主系工程承包业务和贸易业务收入增长所致。

从主营业务收入构成来看，2016 年，受合并九冶建设有限公司（以下简称“九冶建设”），公司在建项目陆续进入建设高峰期，同时新开工项目较上年有所增加影响，公司工程承包业务实现营业收入 146.97 亿元，较上年大幅增长 36.48%，工程承包业务收入（内部抵消前）占主营业务收入的比重达到 59.63%，较上年提高 5.15 个百分点。受近年来有色金属行业的整体景气度不高影响，公司设计业务在手订单相对较少，2016 年，公司工程设计及咨询业务收入（内部抵消前）小幅减少 9.38%，实现 16.60 亿元，占主营业务收入的比重下降 2.53 个百分点至 6.73%。装备制造业务收入（内部抵消前）较上年增长 24.18%，实现 7.17 亿元，占主营业务收入的比重为 2.91%，与上年持平，对公司主营业务收入贡献较小；随着公司贸易业务的不断发展，贸易收入规模继续扩大，贸易收入（内部抵消前）较上年增长 20.80%，受工程承包收入增长较快影响，占主营业务收入比重小幅下降 1.04 个百分点至 32.30%。

表 1　2015~2017 年 3 月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程承包	107.68	54.48	13.99	146.97	59.63	13.84	28.76	51.78	10.63
工程设计及咨询	18.31	9.26	25.45	16.60	6.73	24.88	3.75	6.75	16.97
装备制造	5.77	2.92	6.59	7.17	2.91	11.53	4.93	8.87	5.81
贸易	65.90	33.34	2.87	79.61	32.30	2.85	19.01	34.22	2.08
板块间抵消	-4.17	--	--	-3.87	--	--	-0.90	-1.61	1.65
合计	**193.5**	**100.00**	**11.40**	**246.47**	**100.00**	**11.17**	**55.54**	**100.00**	**7.85**

资料来源：公司提供

2016 年，公司主营业务综合毛利率为 11.17%，较上年小幅下降 0.23 个百分点，毛利率保持在较稳定水平。2016 年，公司工程承包业务、工程设计及咨询业务和贸易业务毛利率分别为 13.84%、24.88%和 2.85%，均与上年基本持平；公司装备制造毛利率为 11.53%，较上年提升 4.94 个百分点，但受收入占比影响对利润贡献较小。

2017 年 1~3 月，公司实现收入 56.00 亿元，较上年同期增长 35.44%；利润总额 1.03 亿元，较上年同期减少 22.30%；净利润 0.83 亿元，较上年同期减少 22.37%；主营业务毛利率 7.85%。

总体看，2016 年，工程承包业务和贸易仍是公司最主要的收入来源；公司综合毛利率与上年相比保持稳定。

（2）工程承包

2016 年，公司工程承包业务收入为 146.97 亿元，较上年 107.68 亿元增长 36.48%，主要系公司在手订单中进入建设高峰期的项目较上年增多所致。

2016 年，公司工程承包板块新签合同额为 498.22 亿元，较上年 349.25 亿元大幅增长 42.65%。其中，工程承包合同额占新签合同总额的 89.73%。截至 2016 年底，公司工程承包板块在手未完工项目的合同存量金额为 725.79 亿元，占公司合同存量总额的 91.60%。

公司国内有色金属工程施工项目区域分布较为分散。国内在建项目模式除少量采用 PMC 模式之外，其余项目均为 EPC 模式。国际业务方面，2016 年，公司签署了印度 Vedanta125 万吨电解铝项目的供货、现场服务和设计合同，并相继在俄罗斯、印尼、厄瓜多尔和几内亚成功获取订单。公司有色金属工程项目整体运行正常，主要在建有色金属工程领域代表性项目情况如下表所示。

表 2　截至 2016 年底公司主要在建有色金属工程领域代表性项目情况（单位：万元、%）

项目名称	业主	施工模式	施工期限	合同金额	完工比例
云铝泽鑫 335KTA 铸造用铝硅镁合金新技术推广示范项目	云南云铝泽鑫铝业有限公司	EPC	2011.6-2016.6	307,743.44	88.60
青海民和 25 万吨/年铝基合金大板锭、棒材项目	青海西部水电有限公司	EPC	2010.7-2016.9	257,045.84	97.17
中铝中州矿业有限公司三门峡矿段村-雷沟铝土矿采矿工程项目	中铝中州矿业有限公司三门峡矿	PMC	2012.8-2016.12	73,136.54	83.71
中国铝业贵州分公司猫场矿山工程项目	中国铝业贵州分公司	EPC	2011.12-2016.6	61,955.40	79.95
中国铝业兴县氧化铝项目矿山工程总承包合同	山西华兴铝业有限公司	EPC	2011.11-2016.8	49,486.00	99.00
中国铝业兴县氧化铝项目奥家湾 1 号矿体工程总承包合同	山西华兴铝业有限公司	EPC	2012.10-2016.12	17,700.00	66.25
特大高精铝及铝合金加工材项目	天津忠旺铝业有限公司	EPC	2014.3-2015.12	19,998.00	96.04
CVG-ALCASA 铝工业产能恢复综合项目	委内瑞拉 CVGALCASA 公司	EPC	2012.3-2016.6	4.03 亿美元	90.81

资料来源：公司提供

2016 年，公司先后中标铜川城市道路和地下管廊、娄底市政道路及管廊等 PPP 项目，全年取得 PPP 项目合同人民币 22.4 亿元。目前，公司非有色金属工程项目整体运行正常，在建的代表性项目有广西五象新区核心商务街项目、温州空港新区（永兴垦区）安置标准厂房项目、温州市鹿城区东屿村建设工程项目等，具体情况见下表。

表 3　截至 2016 年底公司主要在建非有色金属领域代表性项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	施工期限	施工与回购进度	资金来源
广西五象新区核心商务街项目	9.81	5.46	2014.5-2018.12	项目建安总完工进度 50.94%，设备部分已完成电梯招标并签订采购合同。主楼 2#楼(32 层含商业)完成办公 14 层梁板铝模板安装。主楼 3#4#5#6#楼已封顶。建安部分完工比例为 50.94%	当项目累计完成 60%时，进入回购期，完工前应回购 85%；剩余款项在竣工验收后 12 个月内分四期支付
温州空港新区（永兴垦区）安置标准厂房项目	6.70	6.80	2013.1-2016.7	已完工移交进入回购期	回购期为 18 个月，每 6 个月等额回购
温州市鹿城区东屿村建设工程项目	7.57	11.50	2013.4-2017.3	除 c-1-6 地段刚开工外，其余已基本完工，预计 2017 年 6 月进入回购期，	回购期为 1 年，分四个季度等额回购
温州市纺织路庄头改建地块安置房建设工程项目	4.38	4.38	2013.5-2017.5	已完工进入验收阶段。预计 2017 年 6 月进入回购期，完工 100%	回购期为 1 年，分四个季度等额回购
温州市龙湾区海滨街道教新城中村改造一期工程项目	6.00	5.00	2014.1-2017.6	一标主体已完工，正进行室外市政施工。二标尚未开工。	回购期为 1 年，分四季度等额回购

资料来源：公司提供

公司为部分工程施工项目业主提供垫资服务，公司将根据不同项目情况与业主签订特定的垫资协议，约定垫资金额、业主付款方式等。截至 2017 年 3 月末，公司共有 51 个尚在执行的 BT 及垫资项目，累计已垫资投入资金约 79.33 亿元，累计收回资金约 11.23 亿元，累计垫资投入资金净额

约 68.10 亿元。

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 90%以上的项目均能按合同按时收回款项；未收回的原因一般是与业主就最终结算款未达成一致、业主长期亏损、工程完工时间较长业主未予结算、部分合同终止等。公司回款质量较好。

总体看，2016 年，公司工程承包业务收入大幅上升，业务区域多以国内为主，同时也在积极拓展国外市场；公司在手未完工项目金额较大，能对公司未来收入形成一定保障。

（3）其他业务

公司除工程承包外业务主要包括工程设计与咨询与贸易业务。

工程设计与咨询

受近年来有色金属行业的整体景气度不高影响，公司设计业务在手订单相对较少，2016 年，公司工程设计与咨询业务收入为 16.60 亿元，较上年 18.31 亿元小幅减少 9.38%，主要系受收入确认和结转导致。工程设计与咨询业务对公司整体收入的贡献度有限，但体现着公司的经验与技术实力，是公司利润的重要来源。2016 年，公司工程设计与咨询业务收入，占主营业务收入的比重下降 2.53 个百分点至 6.73%。

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具有显著优势，2016 年，公司工程设计与咨询板块新签合同额为 21.50 亿元，较上年 13.64 亿元增长 57.62%。截至 2016 年底，公司工程设计咨询板块在手未完成项目的合同存量金额为 23.49 亿元，占公司存量合同总额的 2.96%，与上年末基本持平。

总体看，2016 年，公司工程设计与咨询板块收入小幅下降；公司工程设计与咨询板块新签合同额较快增长，未来随着现有项目的逐渐完工以及新签合同金额的不断增长，该板块业务收入将有所好转。

贸易业务

2016 年，随着公司贸易业务的不断发展，贸易收入规模继续扩大，公司贸易业务实现收入 79.61 亿元，较上年增长 20.80%。公司主要贸易品种包括铝锭、铜材、钢材、项目设备、铁矿石以及化工产品等，2016 年，公司贸易品种以铝锭（占 26.84%）、化工产品（占 29.03%）、氧化铝（占 11.73%）等为主，与 2015 年相比铜材、钢材贸易占比下降较快。

总体看，2016 年，公司贸易业务实现收入规模有所增长；随着公司业务模式及其结构的逐步确定，贸易业务规模趋于稳定。

3．重大事项

（1）拟在上海证券交易所上市

2016 年 5 月 25 日，公司召开 2015 年度股东周年大会、2016 年度第一次 H 股类别股东大会及内资股类别股东大会，决定延长 A 股发行决议有效期。2016 年 6 月 20 日，公司向中国证监会报送了《首次公开发行股票招股说明书》，根据招股说明书，本次公司拟发行不多于 11.41 亿股（每股面值 1 元）的 A 股，拟发行股票占发行 A 股后公司股本总额的 29.99%，拟上市的证券交易所为上海证券交易所，募集资金总量将根据最终发行股数以及通过市场询价或证监会认可的其他方式确定的发行价格而确定。扣除发行费用后的募集资金，拟用于以下项目：有色金属工业智能装备、智能控制及公共服务平台技术研发，预计总投资金额为 10 亿元；补充工程总承包业务运营资金，预计总投资金额为 25 亿元；未来并购与战略发展资金储备，预计总投资金额为 5 亿元；偿还公司有息债务，预计总投资金额为 10 亿元。2016 年 6 月 23 日，公司收到中国证券监督管理委员会的受理函。

公司本次发行股份尚需取得中国证监会核准，存在一定不确定性。

（2）收购九冶建设有限公司

2015 年 12 月，公司收购九冶建设 62.5%的股权，成为九冶建设第一大股东，2015 年，由于公司尚未取得九冶建设的实际控制权，九冶建设并未纳入公司合并范围，公司该笔投资计入公司其他应收款科目；收购事项于 2016 年 6 月 30 日完成，公司对九冶建设进行并表。九冶建设是房屋建筑工程施工总承包特级企业，还拥有 4 个施工总承包一级资质，4 个施工总承包二级资质和 7 个专业承包一级资质。九冶建设业务侧重于中西部市场和国际市场，尤其是在西咸新区、新疆市场等“丝绸之路经济带”发展势头强劲，收购九冶建设有利于公司提高承揽能力及市场影响力，扩张中西部、西咸新区、新疆地区市场。

总体看，若上述发行 A 股事项顺利实施，公司的业务规模和行业影响力将有所提升，公司资产规模有望进一步增长，资本实力和整体抗风险能力将有所增强。

4．经营效率

2016 年，公司应收账款周转次数为 2.15 次，较上年 2.01 次提升 0.14 次。2016 年，公司存货周转次数为 3.53 次，较上年 2.67 次提升 0.86 次，主要系较上年项目收入结转有所加快所致。2016 年，公司总资产周转次数分别为 0.67 次，较上年 0.61 提升 0.06 次。与同行业上市公司对比来看，公司应收账款周转率偏低，经营效率指标处于一般水平。

表 4　2016 同类上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
中国中铁	2.48	4.70	0.88
中国铁建	2.23	4.81	0.86
中国交通建设	7.64	5.87	0.56
中国中冶	1.61	3.30	0.61
上述企业均值	3.49	4.67	0.73
城建设计	68.64	3.03	0.54
中铝国际	**3.55**	**2.28**	**0.67**

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，本表中铝国际数据按 Wind 指标计算公式计算而得，其他同类上市公司相关指标统一采用 Wind 资讯数。

总体看，公司应收账款周转率偏低，经营效率处于行业一般水平。

5．经营关注

（1）有色金属冶炼工程需求持续放缓风险

国内有色金属冶炼产能总体过剩，行业大规模基础建设期已过，公司面临有色金属相关工程施工业务增速将继续放缓的经营压力。

（2）资金压力风险

公司所处的建筑行业是资本密集型行业，除了有色金属行业的工程项目建设，市政基础设施、棚改保障房建设同样需要大量资金投入。公司承包的工程项目投资规模较大，建设周期较长，需要大规模的资金支持。

（3）工程款结算风险

公司与业主方签订的工程施工承包合同通常规定业主方按工程进度付款，若业主方出现经营不

善以致拖欠工程款的情况发生，可能导致相关应收款项无法收回，影响公司收益；此外，公司对部分市政及民建施工的项目采用 BT 方式进行，回款周期较长，如果业主不能按期支付回购资金，则公司将面临相应损失。

（4）海外业务经营风险

公司海外市场业务主要以发展中国家为主，有可能存在政治风险，经济、金融与市场的不稳定与信用风险，外国政府法律或政策变更风险，其他电力、用水、运输、劳工等各方面风险。上述风险有可能给公司海外市场经营业绩的稳定带来不确定性。此外，随着海外业务收益的大幅增长，相关税收开支相应增加，公司还将面临海外税项责任持续上升风险。

（5）施工安全风险

工程施工业务是安全事故多发的行业之一，公司在进行工程施工过程中，可能参与存在固有风险的行为，包括高空作业、危险地带作业、底下挖掘及施工等，一旦发生因工伤亡的重大安全事故，企业的社会信誉、经济效益、正常的生产经营等都会受到严重影响。

6．未来发展

公司的战略定位为在有色金属领域具备综合服务领先优势的国际工程公司，包括三个方面，第一，以市场为龙头，通过技术领先优势，为有色金属行业采选、冶炼、加工价值链环节，提供勘察勘探、工程设计、建筑施工、装备制造与贸易流通、工业服务、产业运营等综合运营服务解决方案；第二，立足有色、走出有色，成长为跨区域的、价值链一体化的、国际的工业与民用建筑工程总承包商；第三，围绕资源型城市的可持续发展，探索产业效率提升、节能环保、产业园区运营、城市开发建设的一体化业务模式。

“十三五”期间，公司将以“大格局、大工程、大合作”为战略思想，加快“走出去”步伐，参与高层次的国际竞争与合作；稳步推进转型升级，成为具备运营服务能力的工程总承包商，从单点切入到运作全价值链的“大工程”；与各类各层合作伙伴形成产业联盟，构建中铝国际产业生态，实现“大合作”。

在设计与咨询方面，公司将立足有色覆盖多领域、深耕国内国际两个市场、提供专业技术服务的工程咨询公司，在“十三五”末，实现营业收入 60 亿元的财务目标。具体措施上，公司将进行技术创新，并购切入新市场新领域，提升内部管理水平。

在工程施工与承包方面，公司将结合行业研究分析及其自身资源能力，致力于成为国际一流的综合型工程公司，在“十三五”末，实现营业收入 400 亿元的财务目标。具体措施上，公司将整合内外资源协同提升资源配置效率，开拓国际市场寻求增量突破。

在贸易方面，公司定位于成为跨行业的综合大宗物资采购服务平台，在“十三五”末，实现营业收入 200 亿元的财务目标。具体措施上，公司将以集中采购为起点探索供应链业务模式，内外资源整合形成产业联盟，获取充分的资金供给、培养高素质人才队伍。

总体看，公司将继续以工程承包为主业，进行产业链延伸和规模扩张，实现相关产业多元协同发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2016 年度合并财务报表已经大信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报

告，2017 年一季度财务报表未经审计。2016 年，公司合并范围内减少子公司 2 家，新增子公司 20 家，具体情况见下表。公司会计政策连续，上述合并范围变化未改变公司主营业务构成，但合并九冶建设及其子公司使公司资产和权益规模增长明显，对公司财务数据可比性造成一定影响。

表 5　2016 年公司合并范围变化情况

变动方向	数量	公司名称	变动原因
减少	1	鑫城通贸易（天津）有限公司	吸收合并
减少	1	西安浩东置业有限公司	丧失控制权
增加	5	上海中铝国际供应链管理有限公司、天津鑫通置业有限公司、中铝国际 12MCC 建设有限公司、山西龙冶建筑劳务有限公司、陕西中勉投资有限公司	投资新设
增加	15	九冶建设有限公司及其下河南九冶钢构有限公司、汉中九冶建设有限公司、安康市九冶畅佳力混凝土有限公司等 14 家子公司。	非同一企业控制下合并

资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司合并资产总额 425.73 亿元，负债合计 285.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 140.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 94.07 亿元。2016 年，公司实现营业收入 247.66 亿元，净利润（含少数股东损益）13.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.57 亿元。2016 年，公司经营活动现金净流出 11.92 亿元，现金及现金等价物净增加 28.66 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 422.58 亿元，负债合计 295.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 126.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 100.49 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.00 亿元，净利润（含少数股东损益）0.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.19 亿元。2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 9.68 亿元，现金及现金等价物净增加-27.35 亿元。

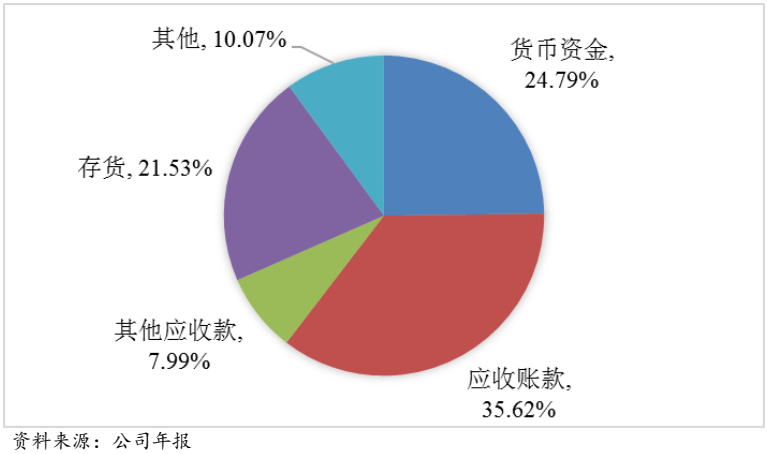
2．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 425.73 亿元，较上年末增长 38.06%，主要系合并九冶建设导致合并总资产增加所致。资产结构变化不大，仍以流动资产（占 81.88%）为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产为 348.58 亿元，较上年末增长 40.99%，主要系货币资金、应收账款和存货大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 24.79%）、应收账款（占 35.62%）、其他应收款（占 7.99%）和存货（占 21.53%）构成。

图 3　截至 2016 年底公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司货币资金为 86.43 亿元，较年初增长 54.33%，主要系公司于 12 月份发行 3.5 亿美元永续债带来资金增长所致。公司货币资金主要由银行存款（占 92.16%）和其他货币资金（占 7.79%）构成。截至 2016 年底，公司使用受到限制的货币资金合计 9.29 亿元（占 10.74%），限制规模较小。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 124.17 亿元，较上年末增长 33.34%，主要系合并九冶建设带入的增长所致。其中，单项金额重大并需要单项计提坏账准备的应收账款余额为 1.49 亿元，计提坏账准备 1.01 亿元；按账龄法计提坏账准备的应收账款余额为 85.84 亿元，从账龄分布来看，1 年以内占 67.11%，1~2 年的占 18.70%，2~3 年的占 6.43%，3~4 年的占 3.62%，4~5 年的占 2.13%，5 年以上的占 2.01%，按账龄法计提的坏账准备 6.28 亿元；不计提减值准备的应收账款余额为 44.13 亿元；单项金额虽不重大但单独计提坏账准备的应收账款余额为 0.20 亿元，计提坏账准备 0.19 亿元。截至 2016 年底，公司累计计提坏账准备 7.49 亿元，计提比例为 5.69%。截至 2016 年底，公司应收账款前五大欠款企业的欠款余额合计为 17.17 亿元，占应收账款余额的 13.04%，公司应收账款集中度较小。公司业主范围较广，包括国内外资源、有色企业，以及地方政府等，90%以上的项目均能按合同按时收回款项，欠款单位整体质量较好，但也存在部分业主经营状况不佳，拖欠公司款项并造成坏账损失的情况。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 27.86 亿元，较年初增长 58.41%，主要系公司为拓展业务年末交纳的保证金及押金有所增长所致。其中，单项金额重大并需要单项计提坏账准备的其他应收款余额为 7.35 亿元，已计提坏账准备 0.78 亿元；按账龄法计提坏账准备的其他应收款余额为 15.75 亿元，从账龄分布来看，1 年以内的占比 63.45%，1~2 年的占比 17.09%，2~3 年的占比 6.16%，3 年以上的占比 13.30%，目前按账龄法计提坏账准备 0.72 亿元；不计提减值准备的其他应收款余额为 6.73 亿元；单项金额虽不重大但单独计提坏账准备的金额为 0.17 亿元，已计提坏账准备 0.16 亿元。截至 2016 年底，公司累计计提坏账准备 2.14 亿元，计提比例为 7.15%。截至 2016 年底，公司其他应收款前五大欠款企业的余额合计为 13.36 亿元，占应收账款余额的 44.53%，公司应收账款集中度较高。

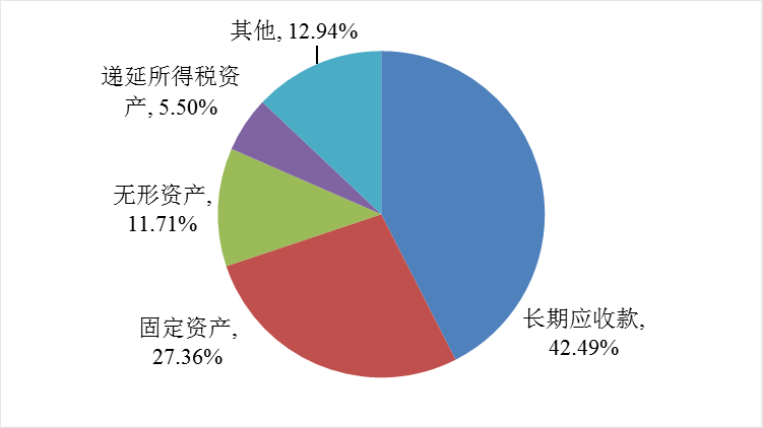
截至 2016 年底，公司存货账面价值为 75.04 亿元，较年初增长 54.07%，主要系合并九冶建设，以及公司承接的工程量增加、年内已完工未结算项目增加所致。截至 2016 年底，公司尚存在已完工未结算项目 61.64 亿元，占公司存货的比例为 82.15%，公司存在一定回款压力，公司对该部分项目计提 0.56 亿元的建造合同预计损失；公司存货中还包括原材料、在产品、库存商品、周转材料、

开发成本等，合计金额为 13.56 亿元，该部分共计提 0.17 亿元存货跌价准备。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 77.14 亿元，较上年末增长 26.19%，主要系长期应收款大幅增长所致。公司非流动资产主要由长期应收款（占 42.49%）、固定资产（占 27.36%）、无形资产（占 11.71%）和递延所得税资产（占 5.50%）构成。

图 4　截至 2016 年底公司非流动资产构成图



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司长期应收款为 32.78 亿元，较年初大幅增长 41.63%，主要系公司 BT 项目在建过程中新增垫资款所致。公司长期应收款主要由应收工程款（占 58.17%）和甲方及关联方使用资金（占 41.47%）构成。公司为部分工程施工项目业主提供垫资服务，可能存在因结算矛盾、业主亏损，业主长期占用资金的风险。

截至 2016 年底，公司固定资产 21.10 亿元，较年初增加 8.92%，主要系合并范围变更所致。截至 2016 年底，公司固定资产中房屋及建筑物占 76.19%、机器设备占 14.32%、运输设备占 4.48%、办公及其他设备占 5.01%。截至 2016 年底，公司对固定资产累计计提折旧 11.16 亿元，固定资产成新率为 65.39%，成新率一般。

截至 2016 年底，公司无形资产 9.04 亿元，较年初减少 1.20%。截至 2016 年底，公司对无形资产累计摊销合计 4.25 亿元，较年初增加 12.87%；公司无形资产无减值情况。截至 2016 年底，公司无形资产主要由土地使用权（占 87.27%）、专利权（占 9.50%）和软件使用权（占 1.83%）构成。

截至 2016 年底，公司递延所得税资产合计 4.24 亿元，较年初增加 11.25%，主要系公司资产减值准备增加所致。

受限资产方面，截至 2016 年底，公司受限资产合计 22.27 亿元，占公司总资产的比例为 5.23%，其中货币资金占 41.70%；应收票据占 13.96%，系未到期票据贴现所致；应收账款占 44.16%，系质押所致；投资性房地产占 0.18%，系抵押所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 422.58 亿元，较年初减少 0.74%,；从资产结构来看，流动资产占比下降 2.58 个百分点至 79.30%，非流动资产占比上升至 20.70%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2016 年，公司资产规模增长较快，其资产构成以流动资产为主。公司存货规模较大，存在一定减值、跌价风险；公司应收账款面临一定坏账损失风险，且占流动资产的比重较大，对公司资金形成一定占用；公司货币资金规模较大。公司整体资产质量良好。

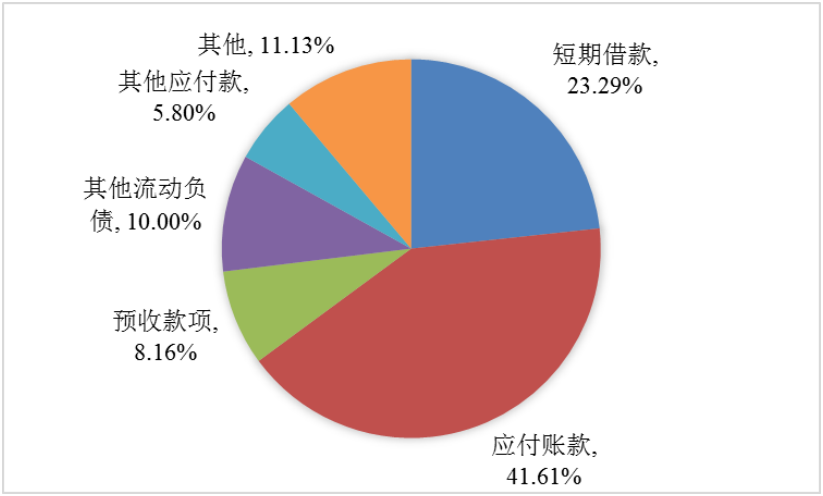
3. 负债和所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 285.56 亿元，较年初增长 31.80%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债和非流动负债分别占比分别为 89.08%和 10.92%，较年初变化不大，仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 254.37 亿元，较年初增长 31.88%，主要系短期借款和应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 23.29%）、应付账款（占 41.61%）、预收款项（占 8.16%）、其他应付款（占 5.80%）和其他流动负债（占比 10.00%）构成。

图 5　公司 2016 年底流动负债构成情况



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司短期借款为 59.24 亿元，较年初增长 17.15%，主要系公司补充经营所需营运资金增加融资所致。公司短期借款由质押借款（占 5.57%）、抵押借款（占 3.71%）、保证借款（占 24.93%）、信用借款（占 49.15%）、非银行金融机构借款（占 15.46%）和企业间委托贷款（占 1.18%）构成。

截至 2016 年底，公司应付账款为 105.85 亿元，较年初增长 38.82%，主要系合并九冶建设带入的增长所致。从账龄分布看，公司应付账款基本以 1 年以内为主，占 74.15%。

截至 2016 年底，公司预收款项为 20.77 亿元，较年初减少 1.72%。从账龄分布看，1 年（含 1 年）以内的预收款项占 75.46%。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 14.76 亿元，较年初增长 66.10%，主要系并九冶建设带入的增长所致。其中，主要包括应付保证金和押金（占 35.88%）、暂收款（占 48.04%）和往来款（占 4.26%）。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 25.44 亿元，较年初增长 8.76%，主要系 2016 年公司发行超短期融资券“16 中铝国工 SCP001”、“16 中铝国工 SCP002”和“16 中铝国工 SCP003”，短期应付债券规模有所增长所致。截至 2016 年底，公司其他流动负债的加权平均利率为 3.94%。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 31.19 亿元，较年初增长 31.16%，主要系应付债券增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 34.01%）、应付债券（占 29.48%）和长期应付职工薪酬（占 31.40%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 10.61 亿元，较年初减少 12.41%，主要系公司直接融资规模

扩大相应缩减间接融资规模所致。截至2016年底，公司长期借款的加权平均利率为4.68%。从还款期限来看，截至2017年3月底，公司长期借款1~2年内到期的占36.07%，2~3年内到期的占58.61%，5年以上的占5.33%。

截至2016年底，公司应付债券新增至9.20亿元，主要系公司发行“16中工01”公司债所致。

截至2016年底，公司长期应付职工薪酬为9.79亿元，较年初减少9.05%。

截至2016年底，公司全部债务为124.32亿元，较年初增长35.89%，其中短期债务占84.07%，长期债务占15.93%。从偿债指标来看，2016年，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67.08%、47.01%和12.38%，分别较上年下降3.19个百分点、下降2.94个百分点、提高0.71个百分点。

公司全资子公司中铝国际香港有限公司于2014年2月发行高级永续资本证券3.00亿美元，无固定还款期限，计入合并报表的“少数股东权益”中。2015年7月，公司在中国境内发行期限为3+N年的永续中票，计入合并报表的“其他权益工具”中。2016年10月，公司于中国境内发行期限为3+N年的第一期可续期公司债券12.08亿元，计入合并报表的“其他权益工具”中。截至2016年底，永续资本证券、永续中票和可续期公司债账面价值分别为45.51亿元、2.00亿元和12.02亿元。考虑到高级永续资本证券和永续中票的性质及特点，联合评级分三种情况讨论高级永续资本证券对公司偿债指标的影响：情况1、不做任何调整；情况2、将其从所有者权益中剔除并计入负债，但不计入长期债务；情况3、将其从所有者权益中剔除并计入长期债务。

表6　永续债调整测算表（单位：%）

项目	时间	情况1	情况2	情况3
资产负债率	2015年底	70.26	76.94	76.32
	2016年底	67.08	81.06	81.06
全部债务资本化比率	2015年底	49.94	49.94	61.18
	2016年底	47.01	60.66	69.52
长期债务资本化比率	2015年底	11.66	11.66	31.49
	2016年底	12.38	19.72	49.60

资料来源：公司年报，联合评级整理。

根据测算结果，若剔除公司高级永续资本证券和永续中票对所有者权益的影响，并将高级永续资本证券计入负债中，截至2016年底，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较年初提高4.13个百分点、10.72个百分点、8.05个百分点；若将高级永续资本证券认定为普通债券，截至2016年底，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较年初提高4.74个百分点、8.34个百分点、18.11个百分点。

截至2017年3月底，公司负债总额为295.60亿元，较年初增长3.52%，负债结构较年初变化不大。截至2017年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为69.95%、53.26%和15.53%，分别较年初上升2.87、6.26和3.15个百分点，公司负债水平较年初有所上升。

总体看，2016年，公司负债结构较年初变化不大；公司债务负担较年初略有下降，债务结构仍有待调整。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益140.17亿元，较年初增长52.84%，主要系未分配利润、其他权益工具和少数股东权益增加所致。公司所有者权益中少数股东权益占32.89%，归属母公司所有

者权益占 67.11%。归属于母公司所有者权益中，股本占 28.31%、资本公积占 7.56%、其他综合收益占 2.48%、专项储备占 0.11%、盈余公积占 1.67%、未分配利润占 44.95%、其他权益工具占 14.91%。其中，其他权益工具 14.03 亿元，较年初大幅增长 637.78%，主要系发行“16 中工 Y1”可续期公司债所致。

截至 2016 年底，公司少数股东权益合计 46.10 亿元，较年初增长 129.69%，主要系香港子公司发行 3.50 亿美元高级担保永续资本证券所致。该高级永续证券无到期日，初始分派年利率为 5.70%，每半年派息一次，自首个赎回日（2020 年 1 月 15 日）起以 3 年为一期间，对分派率进行重设。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 126.98 亿元，较年初减少 9.40%，主要系公司香港子公司赎回本金 3.00 亿美元的高级永续资本证券，少数股东权益大幅减少所致。归属于母公司所有者权益 100.49 亿元，较年初增长 6.83%，其中股本占 26.50%、资本公积占 7.08%、其他综合收益占 2.78%、专项储备占 0.90%、盈余公积占 1.57%、未分配利润占 42.27%、其他权益工具占 18.91%。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性有待提高。

4．盈利能力

2016 年，随着经营规模扩大，公司营业收入 247.66 亿元，较上年增长 27.33%，主要来源于工程承包和贸易销售。2016 年，公司实现营业利润 12.65 亿元，较上年增长 58.68%；净利润 13.28 亿元，较上年增长 98.16%，其中归属于母公司净利润 11.57 亿元，较上年增长 114.58%。

2016 年，公司投资收益 1.72 亿元，较上年增长 122.31%，主要系通过上海证券交易所大宗交易系统出售持有的株洲天桥起重机股份有限公司的股票所致。2016 年，公司投资收益占营业利润的比重为 13.58%，较 2015 年提高 3.88 个百分点。2016 年，公司营业外收入 3.80 亿元，较上年增长 131.59%，主要系企业合并收益，相应使营业外收入占利润总额的比重提高 4.54 个百分点至 23.61%。公司营业外收入对公司利润贡献程度明显增长，但可持续性不强。

从期间费用来看，2016 年，公司期间费用仍以管理费用为主，其中销售费用占 8.35%、管理费用占 69.27%，财务费用占 22.38%。公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 1.18 亿元、9.75 亿元和 3.15 亿元，分别较上年增长 34.33%、4.60%和 51.05%；受公司贸易销售业务大幅拓展，施工及承包业务大幅增长，债务规模相应增加等因素影响，公司销售费用及财务费用增长较快；管理费用控制较好。2016 年，公司费用收入比 5.69%，较上年下降 0.63 个百分点。总体看，公司控制费用能力仍属较强。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率为 10.76%，较上年提高 0.32 个百分点。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.14%、5.73%和 11.46%，分别较上年提高 2.05、1.61 和 3.95 个百分点，盈利能力有所提高。与同行业上市公司对比来看，公司销售毛利率处于一般水平，净资产收益率和总资产收益率处于较高水平。从行业对比来看，公司盈利能力尚可。

表 7　2016 年同类上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产收益率	销售毛利率
中国中铁	9.23	2.92	8.59
中国铁建	11.53	2.90	9.21
中国交通建设	11.25	4.25	13.47
中国中冶	8.20	2.78	12.84
上述企业均值	10.05	3.21	11.03

中铝国际	**13.97**	**4.85**	**11.22**

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，本表中数据指标统一采用 Wind 资讯数。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.00 亿元，较上年同期增长 35.44%，实现净利润 0.83 亿元，较上年同期下滑 22.37%，其中归属于母公司所有者的净利润 0.19 亿元，较上年同期下滑 81.62%，盈利情况与上年同期相比有所下滑，主要受管理费用和财务费用波动所致。2017 年 1~3 月，公司期间费用总额为 3.72 亿元，较上年同期增长 59.91%。

总体看，2016 年，公司营业收入大幅增长，公司费用控制能力良好，投资收益和营业外收入对公司利润贡献程度有所提升。综合看，公司盈利能力仍属较强。

5．现金流

从经营活动现金流来看，2016 年，公司经营活动现金流入 255.64 亿元，较上年减少 8.78%，主要系公司部分业务采用银行承兑汇票结算，使经营现金流入有所减少；公司经营活动现金流出 267.56 亿元，较上年减少 6.12%。受上述因素影响，2016 年，公司经营活动现金流净额为-11.92 亿元，净流出规模较上年扩大 7.17 亿元。从收入实现质量来看，公司的现金收入比为 102.35%，较上年下降 41.26 个百分点。

从投资活动情况来看，2016 年，公司投资活动现金流入 22.48 亿元，较上年减少 72.58%，主要系 2016 年公司理财投资大幅减少所致；公司投资活动现金流出 25.43 亿元，较上年减少 61.67%，主要系公司继续投入的部分 BT 项目前期垫资款。受上述因素影响，2016 年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出状态，净流出 2.95 亿元。

从筹资活动情况来看，2016 年，公司筹资活动现金流入为 159.01 亿元，较上年增长 47.54%，主要系公司借款规模有所增长所致；公司筹资活动现金流出为 115.71 亿元，较上年小幅增长 2.89%。受上述因素影响，2016 年，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入状态，净流入 43.30 亿元。

2016 年，公司现金及现金等价物净增加额为 28.66 亿元，期末现金及现金等价物余额 77.14 亿元，较年初增长 59.13%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额-9.68 亿元，净流出量较去年同期小幅增加 5.25%；投资活动现金流净额-16.09 亿元，净流出量较去年同期增加 317.55%，主要系公司 BT 项目所需资金较大所致；筹资活动现金流净额-1.33 亿元；期末现金及现金等价物净减少 27.35 亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动现金流净流出规模有所扩大，随着业务规模进一步开拓，公司外部融资需求较大。

6．偿债能力

截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.37 倍（上年末为 1.28 倍）和 1.08 倍（上年末为 1.03 倍），两项指标较上年均略有上升，主要系公司业务拓展较快，建设工程量上升，导致应收账款、其他应收款增长较快所致。2015 年，公司现金短期债务比为 0.90 倍（上年末为 0.74 倍），现金类资产对短期债务的保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

2016 年，公司 EBITDA 为 23.45 亿元，较上年增长 54.44%，主要系经营利润大幅增加所致；公司 EBITDA 由利润总额（占 68.57%）、计入财务费用的利息支出（占 21.10%）、折旧（占 7.33%）和摊销（占 3.01%）构成；EBITDA 利息倍数为 4.71 倍（上年为 3.34 倍），EBITDA 全部债务比为

0.19 倍（上年为 0.17 倍），均较上年有所提升，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力有所增强。

截至 2017 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度合计 264.39 亿元，已使用的授信额度 138.49 亿元，尚未使用额度 125.90 亿元。公司直接融资和间接融资渠道顺畅。

截至 2017 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2016 年底，公司子公司九冶建设分别为勉县城市发展投资有限公司、咸阳市新兴纺织工业园、勉县城乡基础设施建设有限公司债务金额 0.74 亿元、1.60 亿元、1.00 亿元提供连带保证责任担保。公司对外担保合计 3.34 亿元，担保比率为 2.38%，担保比率较低。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1011010801956610D），截至 2017 年 1 月 3 日，公司无未结清或已结清的关注或不良信贷信息记录。

总体看，考虑到公司在产业链配置、技术研发、政府及股东支持等方面保持了较强的竞争优势，公司的偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 64.65 亿元，约为“16 中工 01”（本金 9 亿元）的 7.18 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产 126.98 亿元，约为债券本金（9 亿元）的 14.11 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 中工 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 23.45 亿元，约为债券本金（9 亿元）的 2.61 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 255.64 亿元，约为债券本金（9 亿元）的 28.40 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对“16 中工 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

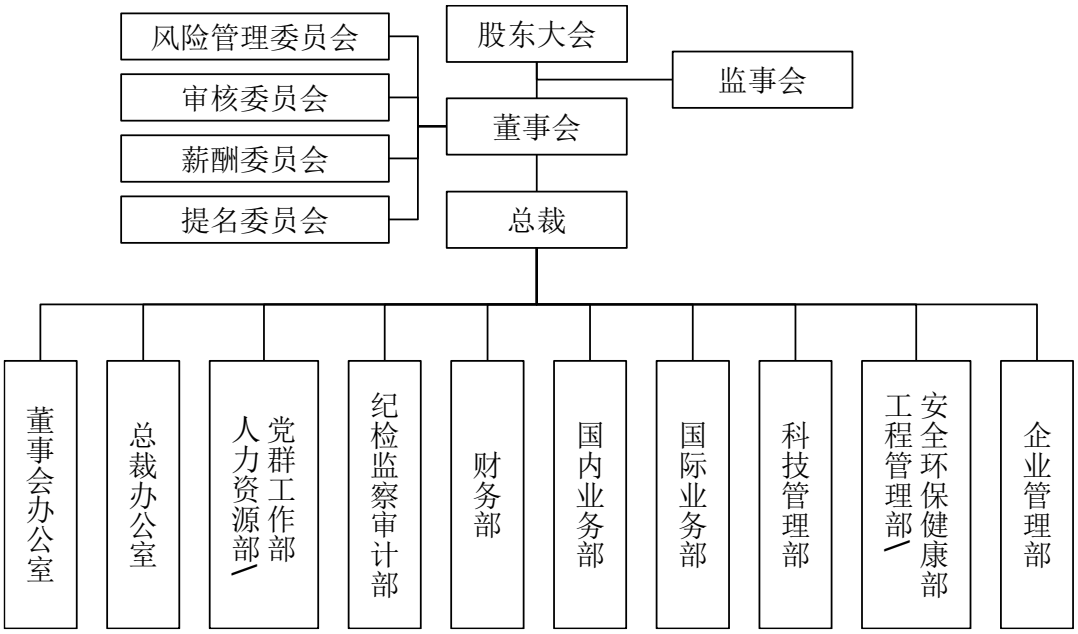
跟踪期内，公司作为国资委下属中铝公司的控股子公司，在有色金属工程、产业链配置、技术研发、政府支持等方面保持了较强的综合竞争优势。2016 年，公司经营情况保持稳定，随着九冶建设纳入公司合并范围，公司资产和权益规模进一步扩大，盈利能力有所提高。

同时联合评级也关注到有色金属行业产能过剩、建筑行业竞争日趋激烈、资金压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司规模有望随着公司工程承包业务向市政及民用建筑领域的延伸、有色金属工程领域相关技术产品的创新推广以及海外市场的不断开拓进一步扩大。

综上，联合评级维持中铝国际的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 中工 01”债项“AA+”的信用等级。

附件 1　公司组织结构图


风险管理委员会
审核委员会
薪酬委员会
提名委员会
股东大会
监事会
董事会
总裁
董事会办公室
总裁办公室
党群工作部
人力资源部
纪检监察审计部
财务部
国内业务部
国际业务部
科技管理部
安全环保健康部
工程管理部
企业管理部

附件 2　中铝国际工程股份有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	308.37	425.73	422.58
所有者权益（亿元）	91.71	140.17	126.98
短期债务（亿元）	79.38	104.52	121.38
长期债务（亿元）	12.11	19.80	23.34
全部债务（亿元）	91.49	124.32	144.72
营业收入（亿元）	194.50	247.66	56.00
净利润（亿元）	6.70	13.28	0.83
EBITDA（亿元）	15.18	23.45	--
经营性净现金流（亿元）	-4.75	-11.92	-9.68
应收账款周转次数(次)	2.01	2.15	--
存货周转次数（次）	2.67	3.53	--
总资产周转次数（次）	0.61	0.67	0.27
现金收入比率（%）	143.61	102.35	134.17
总资本收益率（%）	6.10	8.14	--
总资产报酬率（%）	4.11	5.73	--
净资产收益率（%）	7.51	11.46	1.30
营业利润率（%）	10.44	10.76	7.45
费用收入比（%）	6.32	5.69	6.64
资产负债率（%）	70.26	67.08	69.95
全部债务资本化比率（%）	49.94	47.01	53.26
长期债务资本化比率（%）	11.66	12.38	15.53
EBITDA 利息倍数（倍）	3.34	4.71	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.19	--
流动比率（倍）	1.28	1.37	1.28
速动比率（倍）	1.03	1.08	0.96
现金短期债务比（倍）	0.74	0.90	0.53
经营现金流动负债比率（%）	-2.46	-4.69	-3.70
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.69	2.61	--

注：1、2017 年 1 季度数据未审计，部分指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　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+长期融资租赁款+其他非流动负债

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+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 4　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。