跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]814 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：

二零一八年六月十三日

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 2018 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 年(2+1)	AA+	AA+	2017.5.23

跟踪评级时间：2018 年 6 月 13 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	438.08	453.74	444.73
所有者权益（亿元）	139.97	121.28	121.59
长期债务（亿元）	19.80	27.93	27.27
全部债务（亿元）	128.17	141.98	150.18
营业收入（亿元）	269.66	360.65	62.24
净利润（亿元）	11.21	8.17	0.84
EBITDA（亿元）	21.27	19.75	--
经营性净现金流（亿元）	-12.83	16.40	-12.10
营业利润率（%）	10.36	9.11	7.30
净资产收益率（%）	9.64	6.26	0.69
资产负债率（%）	68.05	73.27	72.66
全部债务资本化比率（%）	47.80	53.93	55.26
流动比率（倍）	1.34	1.25	1.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.21	3.16	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.36	2.19	--

注：1、公司计划在 A 股上市，所提供的 2017 年审计报告中，对 2015 至 2016 年度财务数据按照证监会及相关会计准则进行调整，本报告中所有数据均采用公司提供的 2017 年审计报告中数据；2、2018 年 1 季度数据未审计，部分指标未年化；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；4、除特别说明外，均指人民币；5、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

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中铝国际工程股份有限公司（以下简称“公司”或“中铝国际”）的跟踪评级，反应了公司作为国资委下属中国铝业集团有限公司的控股子公司，在行业经验、专业资质、技术研发、产业链延伸等方面保持了较强的综合竞争优势。跟踪期内，公司经营情况保持稳定，资产规模有所提升，受国家对基建投资及房地产开发调控政策的影响，公司盈利能力有所下降。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、公司负债率明显增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司公开发行股票已通过中国证监会 A 股发行审核委员会审核，若后续进展顺利，公司资本实力和整体抗风险能力将有所增强。

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

1．2017 年，建筑业行业形势继续回暖。受此驱动影响，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，2017 年公司工程施工板块业务收入较 2016 年大幅增长。

2．公司公开发行股票已通过中国证监会 A 股发行审核委员会审核，若后续进展顺利，公司资本实力和整体抗风险能力将有所增强。

3．2017 年，公司在设计、施工、研发方面的经验和技术实力进一步加强，保持了其

工程设计咨询与工程承包业务的核心竞争优势。

关注

1．2017 年，在供给侧改革的大背景下，有色行业固定资产投资额持续下滑，加之基建投资及房地产开发的调控政策，对有色金属工程需求造成一定不利影响。

2．2017 年，公司资产结构中，存货占比较大，且主要以已完工未结算项目为主，加之公司应收账款及长期应收款规模较大，对公司整体资产的流动性产生影响。

3．2017 年，公司债务规模增幅明显，债务结构以短期债务为主，存在一定的集中偿付压力。

分析师

王　越
电话：010-85172818
邮箱：wangyue @unitedratings.com.cn

余瑞娟
电话：010-85172818
邮箱：yurj@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：

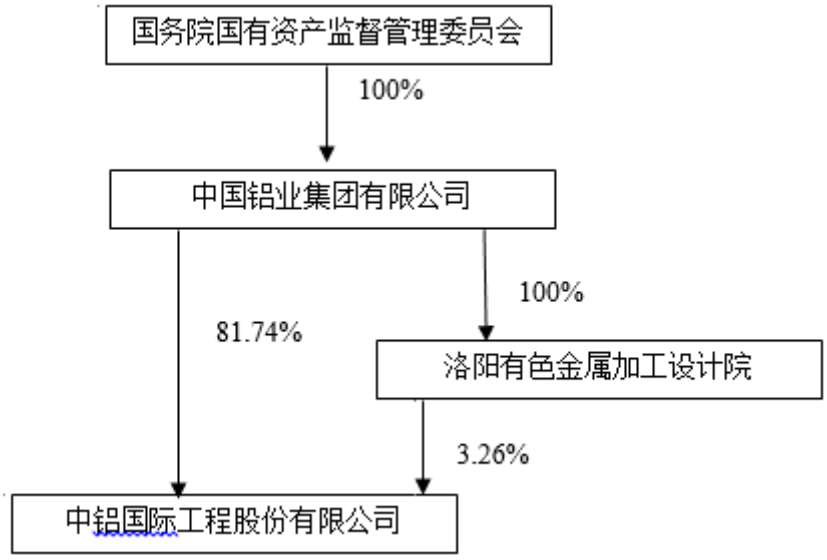
联合信用评级有限公司

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”）是中国铝业集团有限公司（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 2018 年 3 月底，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 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要经营范围未发生变化：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。

跟踪期内，公司组织结构无变化。截至 2017 年底，公司拥有在职员工 13,914 名。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 453.74 亿元，负债合计 332.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 121.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益 91.78 亿元。2017 年，公司实现营业收入 360.65 亿元，净利润（含少数股东损益）8.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.91 亿元。2017 年，公司经营活动现金净流入 16.40 亿元，现金及现金等价物净增加-16.22 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 444.73 亿元，负债合计 323.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 121.59 亿元，其中归属于母公司所有者权益 92.27 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 62.24 亿元，净利润（含少数股东损益）0.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净

利润 0.38 亿元。2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 12.10 亿元，现金及现金等价物净增加-23.06 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）”，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”。截至目前，本期债券募集资金已全部用于偿还公司到期借款。

公司于 2018 年 5 月 9 日发布公告，决定根据募集说明书行使上调票面利率选择权，调整后，“16 中工 01”存续的第二年末债券票面利率为 5.65%，即本期债券存续期后 1 年的票面利率为 5.65%。同时，选择按 100 元/张（不含利息）的价格进行回售，回售申报期为 2018 年 5 月 10 日至 2018 年 5 月 14 日，截至 2018 年 5 月 16 日，公司公告回售申报结果，回售数量为 199,980 手，回售金额为 19,998.00 万元。

跟踪期内，公司已于 2017 年 6 月 17 日支付了本期债券利息。

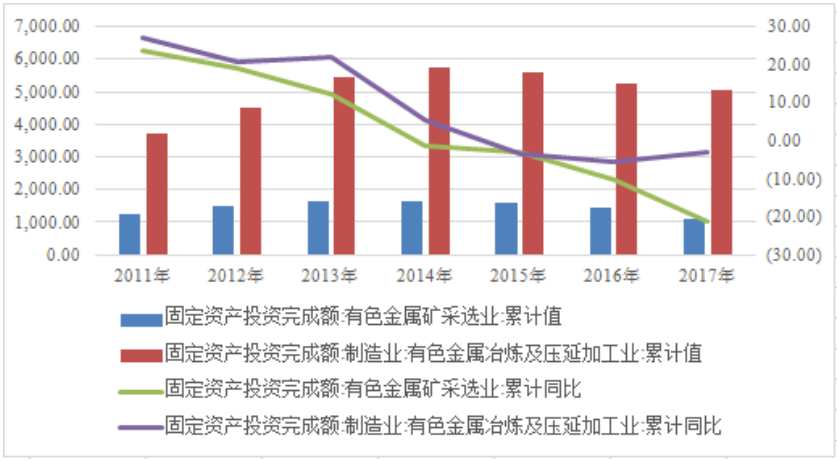
三、行业分析

公司主营业务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，归属于建筑业的范畴。

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。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）631,684 亿元，较上年增长 7.2%。受投资驱动影响，2017 年，我国建筑业总产值保持了增长态势，2017 年达到 213,954 亿元，同比增长 10.5%，较上年度提高 3.4 个百分点，增速有所提升。统计数据显示，2017 年全国建筑业房屋建筑施工面积 131.72 亿平方米，同比增长 4.2%；施工项目计划总投资 131,1629 亿元，较上年增长 18.2%；新开工项目计划总投资 519,093 亿元，同比增长 6.2%，行业形势向好。

从有色金属方面来看，2017 年，全国有色金属产品价格趋稳向好，但随着供给侧改革逐步推进，自 2016 年开始，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。根据工业和信息化部网站公布的数据显示，2017 年，全国十种有色金属产量 5,378 万吨，同比增长 3%，较上年仅提高 0.5 个百分点，全年有色金属工业（包括独立黄金企业）完成固定资产投资额 6,148 亿元，同比下降 6.9%，降幅同比扩大 0.2 个百分点。随着供给侧改革的深入，未来有色金属行业将继续以去库存和优化调整产业布局为主，使行业向绿色环保的高品质方向发展。

图 2　2011~2017 年有色金属固定资产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

从市政工程方面来看，2017 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）140,005 亿元，同比增长 19%，增速较上年提高 1.6 个百分点。其中，水利管理业投资增长 16.4%，增速较上年下降 4 个百分点；公共设施管理业投资增长 21.8%，增速较上年下降 1.1 个百分点；道路运输业投资增长 23.1%，增速较上年提高 8 个百分点；铁路运输业投资同比下降 0.1%。此外，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资 29,794 亿元，同比增长 0.8%，增速较上年下降 10.5 个百分点，下降幅度较大。

从民建工程方面来看，2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，比上年名义增长 7%，增速较上年提高 0.1 个百分点，基本保持平稳。其中，住宅投资 75,148 亿元，增长 9.4%；办公楼投资 6,761 亿元，增长 3.5%；商业营业用房投资 15,640 亿元，下降 1.2%。2017 年，房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3%。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，数据显示，2017 年全国城镇棚户区住房改造开工 609 万套，棚户区改造基本建成 604 万套，公租房基本建成 82 万套；2017 年我国城镇化比例为 52.6%，政府工作报告提出未来 5 年将要涨到 58.5%。未来城镇棚户区改造、保障房建设和城镇化推进等工程依然成为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，有色金属行业以绿色发展为指引，重点化解过剩产能，政策实施力度较大，未来有望继续延伸至水泥等建材行业。房地产方面，国家对房地产市场调控力度不减，2017 年 3 月以来，全国房地产政策密集出台，主要热点城市相继迈入“最严楼市调控年”，限购、限贷、限售等政策纷纷“落地”，截至 2018 年 3 月，房价过快上涨态势得到有效遏制，楼市内部客群结构、杠杆水平等正在发生转折，首次置业或改善置业的刚需已成为市场需求主力，投机投资需求则遭到了严厉打击，逐步淡出市场。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，三四线城市“去库存”为主的政策仍将继续。

总体看，2017 年我国建筑业总产值保持增长态势，但国家对基建投资及房地产开发的调控政策，对有色金属工程需求造成一定不利影响。国家经济结构调整、保障房等民生工程建设和全球化经济布局等国家战略的实施将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

截至 2017 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，另外有中国有色金属第六冶金建设有限公司和九冶建设两个国家企业技术中心申报材料已报送国家发改委审定，13 个省级技术中心，1 个省级博士后创新实践基地，1 个省级工程实验室。截至 2017 年底，全国有色行业勘察设计大师 20 人。

专利申请和授权情况方面，2017 年，公司共申报境内专利 286 件，授权境内专利 246 件，授权国际专利 9 件；获得省部级工法 23 项。截至 2017 年底，公司累计申请境内专利 6,626 件，授权境内专利 4,909 件，申请国际专利 144 件，授权国际专利 129 件。

2017 年，公司获得行业协会颁发的省部级科学技术奖 9 项，其中一等奖 3 项，二等奖 3 项。三等奖 3 项，同时获得“第十九届中国专利奖优秀奖”1 项，3 项施工工法获评为部级工法。2017 年，公司“基于精准感知与智能决策的铝电解 MES 项目”、“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。

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，2017 年，公司在设计、施工、研发方面的经验和技术实力进一步加强，保持了其工程设计咨询与工程承包业务的核心竞争优势。

五、管理分析

跟踪期内，公司董监高等管理人员未发生变化。公司技术人员较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

六、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司主营业务未发生明显变化，实现主营业务收入 356.21 亿元，较上年大幅增长 33.84%，主要系工程承包业务收入增长所致。

从主营业务收入构成来看，2017 年，随着公司在建项目陆续进入建设高峰期，加之新开工项目较上年有所增加，公司工程承包业务实现营业收入 229.20 亿元，较上年大幅增长 44.82%，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 63.54%，较上年提高 4.92 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，2017 年，公司工程设计及咨询业务收入（内部抵消前）小幅增长 3.21%，实现 24.14 亿元，占主营业务收入的比重下降 1.97 个百分点至 6.69%。装备制造业务收入（内部抵消前）较上年大幅增长 59.49%至 13.93 亿元，但其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 17.36%，由于公司工程承包收入增长较快，占主营业务收入比重小幅下降 3.58 个百分点至 25.90%。

表 1　2016~2018 年 3 月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	158.27	58.62	13.36	229.20	63.54	10.29	39.57	62.71	7.92
工程设计及咨询	23.39	8.66	20.10	24.14	6.69	26.68	4.83	7.65	17.65
装备制造	8.74	3.24	10.80	13.93	3.86	6.73	3.13	4.95	10.00
贸易	79.61	29.48	2.85	93.43	25.90	2.91	15.58	24.69	2.35
板块间抵消	-3.87	--	--	-4.49	--	--	-1.58	--	--
合计	**266.14**	**100.00**	**10.90**	**356.21**	**100.00**	**9.43**	**61.53**	**100.00**	**7.55**

资料来源：公司提供

2017 年，公司主营业务综合毛利率为 9.43%，较上年小幅下降 1.47 个百分点，受成本上升影响，公司毛利率水平在 2017 年有所下滑。分别业务来看，2017 年，受人力等相关成本上升影响，公司工程承包业务毛利率为 10.29%，较上年下降 3.07 个百分点；贸易业务 2017 年毛利率为 2.91%，与上年基本持平；工程设计及咨询业务毛利率较上年上升 6.58 个百分点至 26.68%，主要系在执行的项目中，毛利率较高的设计项目增多，带动该板块业务毛利率提升，但收入占比较低，对利润贡献度有限。公司装备制造业务毛利率为 6.73%，较上年下降 4.07 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现收入 62.24 亿元，较上年同期增长 1.93%；利润总额 1.26 亿元，较上年同期增长 19.27%；净利润 0.84 亿元，较上年同期减少 2.04%；主营业务毛利率 7.55%。

总体看，2017 年，工程承包业务和贸易仍是公司最主要的收入来源；工程承包业务和工程设计及咨询业务是公司毛利润的重要来源；主要受受工程承包业务成本上升影响，公司综合毛利率与上年相比有所下降。

2. 工程承包板块

2017 年，公司工程承包业务收入为 229.20 亿元，较上年 158.27 亿元增长 44.82%，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。

2017 年，公司工程承包板块新签国内合同金额为 512 亿元，较上年 534 亿元小幅减少 4.12%。截至 2017 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 711 亿元，占公司合同存量总额的 97.31%。

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。截至 2017 年，公司在手未完工有色金属施工项目合同 102.70 亿元，占公司存量合同总额的 14.56%。国际业务方面，2017 年，公司签署了印度 Lanjigarh100 万吨氧化铝厂设计项目，还与全球最大的煅后焦供应商 Rain 碳素公司签署了石油焦煅烧设计及供货合同。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 2017 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	2011.6-2018.12	307,743.44	97.52
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	2012.8-2018.6	73,136.54	98.16
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	2011.12-2016.12	61,955.40	94.28

山西华兴铝业氧化铝项目矿山工程	山西华兴铝业有限公司	EPC	2012.8-2016.12	67,186.00	99.00
CVG-ALCASA 铝工业产能恢复综合项目	委内瑞拉 CVGALCASA 公司	EPC	2012.3-2017.12	4.03 亿美元	94.06
委内瑞拉 CVG Venalum 产能增加项目	委内瑞拉 CVG VENALUM 公司	EPC	2014.4-2019.6	4.98 亿美元	62.82

资料来源：公司提供

2017 年，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 2017 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	已投如资金比例	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	16.36	66.02	2014.5-2018.10	项目建安总完工进度 66.02%，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
温州市鹿城区东屿村建设工程项目	7.57	90.00	2013.4-2017.3	已完工移交进入回购期，回购期为 1 年，分四个季度等额回购	1 亿元银行借款，其余全部自筹
温州市纺织路庄头改建地块安置房建设工程项目	4.38	94.78	2013.5-2017.5	已完工移交进入回购期，回购期为 1 年，分四个季度等额回购	1 亿元银行借款，其余全部自筹
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	76.00	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	全部自筹

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 2018 年 3 月末，公司共有 4 个尚在执行的 BT 及垫资项目，累计已垫资投入资金约 31.91 亿元，累计收回资金约 20.07 亿元，累计垫资投入资金净额约 5.25 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、工程完工时间较长业主未予结算等。公司回款质量较好。

总体看，2017 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，工程施工板块新签合同金额较上年略有下降，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. 其他业务板块

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。

（1）工程设计与咨询

2017 年，公司工程设计与咨询业务收入为 24.14 亿元，较上年 23.39 亿元小幅上升 3.21%，收入基本持稳定。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。2017 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 1.97 个百分点至 6.69%

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，但由高于有色金属行业景气度不高，2017 年，公司工程设计与咨询板块新签合同额为 17.90 亿元，较上年 21.50 亿元减少 16.74%。截至 2017 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 19.67 亿元，占公司存量合同总额的 2.69%，与上年末基本持平，公司设计业务在手订单相对较少。从项目资金收回情况来看，公司在手未完工项目资金总体回收率在 90%以上，回款质量较好。

总体看，2017 年，公司工程设计与咨询板块收入小幅上升，主要来自在手合同完工所带来的收入增长。但公司工程设计与咨询板块新签合同额有所下滑，对未来公司相关板块的收入将产生一定影响。

（2）贸易业务

2017 年，公司贸易业务实现收入 93.43 亿元，较上年增长 17.36%。公司主要贸易品种包括氧化铝、铜材、铝锭、项目设备以及化工产品等，2017 年，公司贸易品种以铝锭（占 37.63%）、化工产品（占 27.30%）、氧化铝（占 7.91%）等为主，与 2016 年相比氧化铝和化工产品占比与所下降，铝锭占比升高 5.89 个百分点（2016 年占 31.74%），其余产品占比变化较小。

总体看，2017 年，公司贸易业务实现收入规模有所增长，贸易品种以铝锭和化工产品为主，较上年相比公司贸易业务结构基本稳定。

4．重大事项

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，本次公司拟发行不超过 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。2017 年 12 月 26 日，公司通过了中国证监会发行审核委员会审核。

总体看，若上述发行 A 股事项顺利实施，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。

5．关联交易

公司关联交易内容包括为关联方提供工程服务、设计服务，提供装备制造及销售服务；从关联方采购商品、接受劳务及借入资金等，关联交易价格主要由双方参考市场价格协商确定。2017 年，公司向关联方采购商品、接受劳务 11.87 亿元，较上年 3.05 亿元增加 2.89 倍，主要为公司向中铝公司及其子公司、联营公司采购的原材料及工程服务等；向关联方销售商品、提供劳务 87.77 亿元，较上年 29.17 亿元增加 2.01 倍，主要为向关联方提供工程施工服务等。

总体看，2017 年，公司关联交易大幅增加，关联交易额度较大，有助于公司业务稳定，交易价格参考市场定价，但需关注大量关联交易对公司独立经营能力以及交易结算可能带来的不利影响。

6．经营效率

2017 年，公司应收账款周转次数由上年的 2.21 次上升至 2.64 次；存货周转次数由上年的 3.71 次下降至 3.36 次；总资产周转次数由上年的 0.72 次上升至 0.81 次。与同行业上市公司对比来看，公司应收账款周转率处于高水平，整体经营效率指标处于一般水平。

表 4　2017 年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	2.68	4.63	0.87
中国铁建	2.32	4.87	0.86
中国交通建设	9.28	6.03	0.56
中国中冶	1.76	1.85	0.62
上述企业均值	**4.01**	**4.35**	**0.73**
中铝国际	**14.96**	**2.57**	**0.82**

资料来源：Wind
注：Wind 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 资讯数据。

总体看，2107 年公司整体经营效率较上年有所提升，但仍处于行业一般水平。

7．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，在供给侧结构性改革和环保政策频出的背景下，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，目前所涉及的有色金属、市政工程及民建三个领域，除了有色金属行业的工程项目建设，市政基础设施、棚户区改造和保障房建设同样需要大量资金投入。公司承包的工程项目前期资金垫付规模较大，建设周期较长，面临资金压力较大的风险。

（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，不仅加大了公司自身的资金压力，若业主方出现经营不善以致拖欠工程款的情况，也可能导致相关应收款项无法收回，给公司收益造成损失。此外，公司对部分市政及民建施工的项目采用了 BT 方式建设，回款周期较长，若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、经济、金融和市场的不稳定风险。此外，外国政府法律和政策变更以及贸易壁垒风险，都将有可能给公司海外市场的经营业绩带来不确定性。

（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。

7．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。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，积极拓展海外业务，参与高层次的国际竞争与合作；稳步推进转型升级，重点关注地方政府保障房和市政交通基础设施 PPP 项目，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服务，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，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，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，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，立足于有色金属板块，进行产业链延伸和扩张，实现多方位协同发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 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，2018 年一季度财务报表未经审计。2017 年，公司合并范围内减少子公司 5 家，新增子公司 9 家，具体情况见下表。公司会计政策连续，合并范围变化较小且整体规模变动幅度不大，财务数据具有可比性强。

表 5　2017 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	3	郑州九冶海联机电设备有限公司、河南九冶钢结构有限公司、河南九冶建筑物资租赁有限公司	吸收合并
减少	2	沈阳金纳新材料股份有限公司、云南昆冶建设发展有限公司	丧失控制权
增加	4	山西中色十二冶新材料有限公司、铜川浩通建设有限公司、淮安通运建设有限公司、中铝国际（马来西亚）有限公司	投资新设
增加	4	中铝山东工程技术有限公司、中铝万成山东建设有限公司、中国有色金属工业昆明勘察设计研究院有限公司、昆明勘察院科技开发公司	同一控制下企业合并
增加	1	青岛新富共创资产管理有限公司	非同一控制下企业合并

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司合并资产总额 453.74 亿元，负债合计 332.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 121.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益 91.78 亿元。2017 年，公司实现营业收入 360.65 亿元，净利润（含少数股东损益）8.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.91 亿元。2017 年，公司经营活动现金净流入 16.40 亿元，现金及现金等价物净增加-16.22 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 444.73 亿元，负债合计 323.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 121.59 亿元，其中归属于母公司所有者权益 92.27 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 62.24 亿元，净利润（含少数股东损益）0.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.38 亿元。2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 12.10 亿元，现金及现金等价物净增加-23.06 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 453.74 亿元，较年初增长 3.57%，基本保持稳定。资产结构变化不大，仍以流动资产（占 81.54%）为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 369.96 亿元，较年初小幅增长 3.82%。公司流动资产主要由货币资金（占 20.25%）、应收账款（占 31.89%）、其他应收款（占 6.47%）和存货（占 30.70%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 74.91 亿元，较年初下降 16.24%，主要系公司于 2017 年内赎回了 3 亿美元永续债券。公司货币资金主要由银行存款（占 88.49%）和其他货币资金（占 11.46%）构成。截至 2017 年底，公司使用受到限制的货币资金合计 12.11 亿元（占 16.16%），受限规模较小。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 117.97 亿元，较年初下降 8.21%，主要系公司加大应收账款收回力度所致。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 1.22 亿元，计提坏账准备 0.89 亿元；按账龄法计提坏账准备的应收账款余额为 130.05 亿元，从账龄分布来看，1 年以内占 58.18%，1~2 年的占 20.76%，2~3 年的占 12.25%，3~4 年的占 4.32%，4~5 年的占 2.04%，5 年以上的占 2.45%，按账龄法计提的坏账准备 12.46 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 0.30 亿元，计提坏账准备 0.25 亿元。截至 2017 年底，公司累计计提坏账准备 13.61 亿元，计提比例为 10.34%。截至 2017 年底，公司应收账款前五大欠款企业的欠款余额合计为 21.05 亿元，占应收账款余额的 17.85%，公司应收账款集中度较小。受公司业务施工期限较长的影响，公司应收账款账龄时间较长，但 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。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 23.92 亿元，较年初下降 10.45%，主要系加强欠款清收力度所致。其他应收款主要为业主方使用的资金[1]以及押金、保证金等。截至 2017 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 5.32 亿元，计提比例为 18.19%。从账龄方面来看，1 年以内的占 32.77%，1~2 年的占 33.93%，2~3 年的占 15.69%，3~4 年的占 12.50%，4 年以上的占 5.11%。截至 2017 年底，公司其他应收款前五大欠款企业的余额合计为 15.58 亿元，占其他应收款余额的 70.72%，集中度高。公司合作客户范围较广，包括国外资源、有色企业以及地方政府等，客户质量较好，其他应收款回收风险较低。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 113.56 亿元，较年初增长 49.85%，主要系工程及施工承包板块订单逐渐完工，已完工未结算的存货相应增加所致。截至 2017 年底，公司尚存在已完工未结算项目 84.58 亿元，占公司存货的比例为 72.65%，公司存在一定回款压力，公司对该部分项目计提 1.36 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

[1] 为拓展市场，公司除提供一般工程施工服务外，还会向业主方提供一定额度的使用资金，用于支持业主方完成指定的建设工程项目，同时公司按约定利率收取资金占用费。

发成本等，合计金额为 31.85 亿元，该部分共计提 1.51 亿元存货跌价准备。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 83.78 亿元，较年初小幅增长 2.50%，基本保持稳定。公司非流动资产主要由长期应收款（占 40.07%）、固定资产（占 26.96%）、无形资产（占 11.12%）和递延所得税资产（占 7.26%）构成。

截至 2017 年底，公司长期应收款账面价值为 33.57 亿元，较年初小幅增长 2.69%，其中主要由 BT 项目完工未结算款（占 50.27%）和长期应收客户款项（占 49.73%）构成。截至 2017 年底，公司累计计提长期应收款坏账准备 0.11 亿元。公司与业主方或相关方签订的建设工程承包合同或资金占用协议中约定，公司除提供一般工程施工服务外，还向业主方及相关方提供一定额度的使用资金，用于支持业主方完成指定的建设工程项目的前期支出。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 2017 年底，公司固定资产 22.60 亿元，较年初减少 2.51%，主要系合并范围变更所致。截至 2017 年底，公司固定资产中房屋及建筑物占 77.18%、机器设备占 13.55%、运输设备占 4.04%、办公及其他设备占 5.23%。截至 2017 年底，公司对固定资产累计计提折旧 14.57 亿元，固定资产成新率为 62.24%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司无形资产 9.32 亿元，较年初增加 0.01%，基本无变化。截至 2017 年底，公司对无形资产累计摊销合计 4.57 亿元，无减值情况。截至 2017 年底，公司无形资产主要由土地使用权（占 78.02%）、专利权（占 5.78%）和软件使用权（占 2.10%）构成。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产合计 6.08 亿元，较年初小幅下降 0.36%，基本保持稳定。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司受限资产合计 15.71 亿元，占公司总资产的比例为 3.46%，其中货币资金占 77.07%；应收账款占 20%，系用于贷款抵押所致；房产占 2.92%，系抵押所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 444.73 亿元，较年初减少 1.99%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司资产规模较年初变化较小，其资产构成仍以流动资产为主。公司货币资金规模较大，但由于存货占比较大，且以完工未结算项目为主；公司应收账款和长期应收款规模较大，对公司的运营资金形成占用，对公司资产流动性产生影响，公司整体资产质量一般。

3．负债和所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 332.46 亿元，较年初增长 11.52%，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 88.67%和 11.33%，较年初变化不大，仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 294.80 亿元，较年初增长 10.78%，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 26.76%）、应付账款（占 44.76%）、预收款项（占 6.61%）、应付票据（占 5.40%）、其他应付款（占 5.00%）和其他流动负债（占比 6.98%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 78.89 亿元，较年初增长 28.26%，主要系公司补充经营所需营运资金增加融资所致。公司短期借款由抵押借款（占 0.29%）、保证借款（占 18.30%）、信用借款

（占 64.94%）、非银行金融机构借款（占 14.88%）和企业间委托贷款（占 1.58%）构成。

截至 2017 年底，公司应付票据为 15.91 万元，较年初增长 71.98%，主要系公司增加了以银行承兑汇票支付的占比，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应付账款为 131.96 亿元，较年初增长 18%，主要系业务规模扩大带动应付分包商工程款、劳务费及原材料采购款相应增加所致。从账龄分布看，公司应付账款基本以 1 年以内为主，占 75.68%。

截至 2017 年底，公司预收款项为 19.48 亿元，较年初减少 10.70%，主要系公司将上年部分预收款项本年内结转收入所致。从账龄分布看，主要集中于一年以内。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 14.75 亿元，较年初减少 3.75%，其中，主要包括应付保证金和押金（占 39.62%）、暂收款（占 36.00%）、往来款（占 9.78%）和其他款项（占 14.59%）。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 20.59 亿元，较年初下降 19.06%，主要系偿还超短期融资券“16 中铝国工 SCP001”、“16 中铝国工 SCP002”、“16 中铝国工 SCP003”、“17 中铝国工 SCP001”和“17 中铝国工 SCP002”等超短期融资券所致。截至 2017 年底，公司短期应付债券余额为 15.33 亿元，票面利率为 4.70%。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 37.66 亿元，较年初增长 17.72%，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（占 49.68%）、应付债券（占 24.47%）和长期应付职工薪酬（占 22.77%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 18.71 亿元，较年初大幅增加 76.40%，主要系公司从中铝财务有限责任公司取得 5 亿元借款所致。从还款期限来看，截至 2017 年底，公司长期借款 1~2 年内到期的占 59.64%，2~3 年内到期的占 36.73%，3 年以上的占 3.63%，存在一定集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券为 9.22 亿元，较年初基本无变化，主要公司发行的“16 中工 01”公司债。

截至 2017 年底，公司长期应付职工薪酬为 8.57 亿元，较年初减少 17.99%，主要系离职后福利及辞退福利等相关款项减少所致。

截至 2017 年底，公司全部债务为 141.98 亿元，较年初增长 10.77%，其中短期债务占 80.33%，长期债务占 19.67%。从偿债指标来看，2017 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 73.27%、53.93%和 18.72%，分别较上年提高 5.22 个百分点、6.13 个百分点、6.32 个百分点。

公司先后于 2015 年 7 月、2016 年 10 月和 2017 年 3 月，先后在中国境内发行期限为 3+N 年的永续中票和可续期公司债券，发行规模合计 19.08 亿元，相关永续中票和可续期公司债券，均计入“其他权益工具”中。截至 2017 年底，公司其他权益工具中永续中票和可续期公司债券的账面价值为 19 亿元。

考虑到永续中票和公司债的性质及特点，联合评级分三种情况讨论其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	2016 年底	68.05	71.25	71.25
	2017 年底	73.27	77.46	81.65
全部债务资本化比率	2016 年底	47.80	50.44	53.03
	2017 年底	53.93	58.13	65.91

长期债务资本化比率	2016 年底	12.39	13.59	21.17
	2017 年底	18.72	21.45	36.04

资料来源：公司年报，联合评级整理。

根据测算结果，若剔除公司永续中票和公司债对所有者权益的影响，并将其计入负债中，截至 2017 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 6.21 个百分点、7.69 个百分点、7.86 个百分点；若将其认定为普通债券，截至 2017 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 10.40 个百分点、12.88 个百分点、14.87 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 323.14 亿元，较年初下降 2.81%，负债结构较年初变化不大。截至 2018 年 3 月底，在不考虑“其他权益工具”中永续中票及公司债的情况下，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 72.66%、55.56%和 18.32%，与年初同等情况下相比，分别下降 0.61 个百分点、上升 1.33 个百分点和下降 0.40 个百分点，公司负债水平较年初略有下降。

总体看，2017 年，公司负债结构较年初变化不大；公司债务负担较年初明显上升，债务结构仍有待调整。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 121.28 亿元，较年初减少 13.36%，主要系资本公积减少所致。公司所有者权益中少数股东权益占 24.32%，归属母公司所有者权益占 75.68%。归属于母公司所有者权益中，股本占 29.02%、其他权益工具占 20.70%、资本公积占 1.90%、盈余公积占 1.82%、未分配利润占 43.69%、其他综合收益占 2.42%。其中，其他权益工具 19.00 亿元，较年初增长 35.47%，主要系发行 2017 年中工 Y1 可续期公司债所致。

截至 2017 年底，公司资本公积 1.74 亿元，较年初大幅减少 83.56%。主要来自本期赎回计入少数股东权益的香港子公司发行的永续债时，赎回金额高于账面价值的差额以及本期发生同一控制下企业合并收购中铝山东工程技术有限公司和昆明勘察院科技开发公司所支付对价。

截至 2017 年底，公司少数股东权益合计 29.49 亿元，较年初减少 37.33%，主要系香港子公司赎回 3.50 亿美元高级担保永续资本证券所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 121.59 亿元，较年初微幅增长 0.26%，各项权益占比较年初变动很小。

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

2017 年，随着经营规模扩大，公司营业收入 360.65 亿元，较上年增长 33.74%，主要来源于工程承包和贸易销售业务的扩大带动收入增长。2017 年，公司实现营业利润 10.18 亿元，较上年微幅增长 0.29%；净利润 8.17 亿元，较上年减少 27.09%，主要系 2016 年 6 月，公司取得九冶建设有限公司控制权，企业合并下确认收益 2.70 亿元计入当期营业外收入，故 2017 年营业外收入较上年有所减少。其中归属于母公司净利润 5.91 亿元，较上年减少 37.98%。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用仍以管理费用为主，其中销售费用占 6.34%、管理费用占 74.31%，财务费用占 19.34%。公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 1.32 亿元、15.42 亿元和 4.01 亿元，分别较上年增长 5.93%、48.42%和 25.20%；其中管理费用和财务费用较增幅明显，主要系公司施工及承包业务规模扩大，以致人工成本、研发支出及利息支出规模扩大所致。

2017 年，公司费用收入比 5.75%，较上年小幅上升 0.25 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，2017 年，受成本上升的影响，公司营业利润率较上年下降 1.26 个百分点至 9.11%。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.43%、3.82%和 6.26%，分别较上年下降 1.74、1.20 和 3.38 个百分点，盈利能力有所下降。与同行业上市公司对比来看，公司销售毛利率和净资产收益率处于偏低水平，总资产收益率处于一般水平。从行业对比来看，公司盈利能力尚可。

表 7　2017 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	总资产报酬率	销售毛利率
中国中铁	10.87	2.79	9.38
中国铁建	11.45	3.02	9.24
中国交通建设	12.31	4.01	13.14
中国中冶	7.91	2.81	13.09
上述企业均值	10.64	3.16	11.21
中铝国际	**6.64**	**3.91**	**8.79**

资料来源：Wind
注：Wind 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 资讯数据。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 62.24 亿元，较上年同期增长 1.93%，实现净利润 0.84 亿元，较上年同期下滑 2.04%，其中归属于母公司所有者的净利润 0.38 亿元，较上年同期增长 74.90%。

总体看，2017 年，公司营业收入大幅增长，受成本上升的影响，公司盈利能力有所下降。公司费用控制能力较好，整体盈利能力尚可。

5．现金流

从经营活动现金流来看，2017 年，公司经营活动现金流入 336.23 亿元，较上年增加 24.55%，主要系公司加大应收账款回收力度且收到部分大型项目合同约定的工程款，使经营现金流入有所增加；公司经营活动现金流出 319.83 亿元，较上年增加 13.10%。受上述因素影响，2017 年，公司经营活动现金流净额为 16.40 亿元，由现金净流出转为净流入状态。从收入实现质量来看，公司的现金收入比为 91.96%，较上年下降 7.11 个百分点，主要系 2017 年工程票据结算代替现金结算规模有所增加所致。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动现金流入 57.70 亿元，较上年大幅增加 1.56 倍，主要系 2017 年公司收回理财投资所致；公司投资活动现金流出 61.83 亿元，较上年大幅增加 1.42 倍，主要系公司购买理财产品所致。受上述因素影响，2017 年，公司投资活动现金净流出 4.13 亿元。

从筹资活动情况来看，2017 年，公司筹资活动现金流入为 168.36 亿元，较上年增长 4.11%，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 195.76 亿元，较上年增长 67.65%，主要系香港子公司赎回永续债产生现金流出所致。受上述因素影响，2017 年，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出状态，净流出 27.40 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额-12.10 亿元，净流出量较去年同期小幅增加 6.69%；投资活动现金流净额-14.09 亿元，净流出量较去年同期减少 13.02%；筹资活动现金流净额

3.51 亿元，较去年同期大幅增加 67.23 倍，主要系本期支付其他与筹资活动有关的现金减少所致。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入状态，基本可以满足公司的投资需求，但随着业务规模进一步开拓，公司外部融资需求仍较大。

6．偿债能力

截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.25 倍（上年末为 1.34 倍）和 0.87 倍（上年末为 1.05 倍），两项指标较上年均有所下降，主要系公司债务规模有所扩大所致。2017 年，公司现金短期债务比为 0.72 倍（上年末为 0.89 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。

2017 年，公司 EBITDA 为 19.75 亿元，较上年减少 7.13%，主要系利润总额减少所致；公司 EBITDA 由利润总额（占 52.90%）、计入财务费用的利息支出（占 31.60%）、折旧（占 11.42%）和摊销（占 4.08%）构成；EBITDA 利息倍数为 3.16 倍（上年为 4.21 倍），EBITDA 全部债务比为 0.14 倍（上年为 0.17 倍），均较上年有所下降，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力有所减弱。

截至 2018 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度合计 324.70 亿元，已使用的授信额度 132.13 亿元，尚未使用额度 192.57 亿元。公司间接融资渠道顺畅。同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2017 年底，公司对外担保合计 3.25 亿元，均为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提供的连带保证责任担保，公司对外担保比率为 2.68%，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 2018 年 4 月 18 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，2017 年，公司偿债能力指标显示公司偿债能力有所减弱，但考虑到公司在产业链配置、技术研发及经营规模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 2018 年 3 月底，公司现金类资产达 53.26 亿元，约为“16 中工 01”（本金 9 亿元）的 5.92 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产 121.28 亿元，约为债券本金（9 亿元）的 13.48 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 中工 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 19.75 亿元，约为债券本金（9 亿元）的 2.19 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 336.23 亿元，约为债券本金（9 亿元）的 37.36 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，公司对“16 中工 01”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

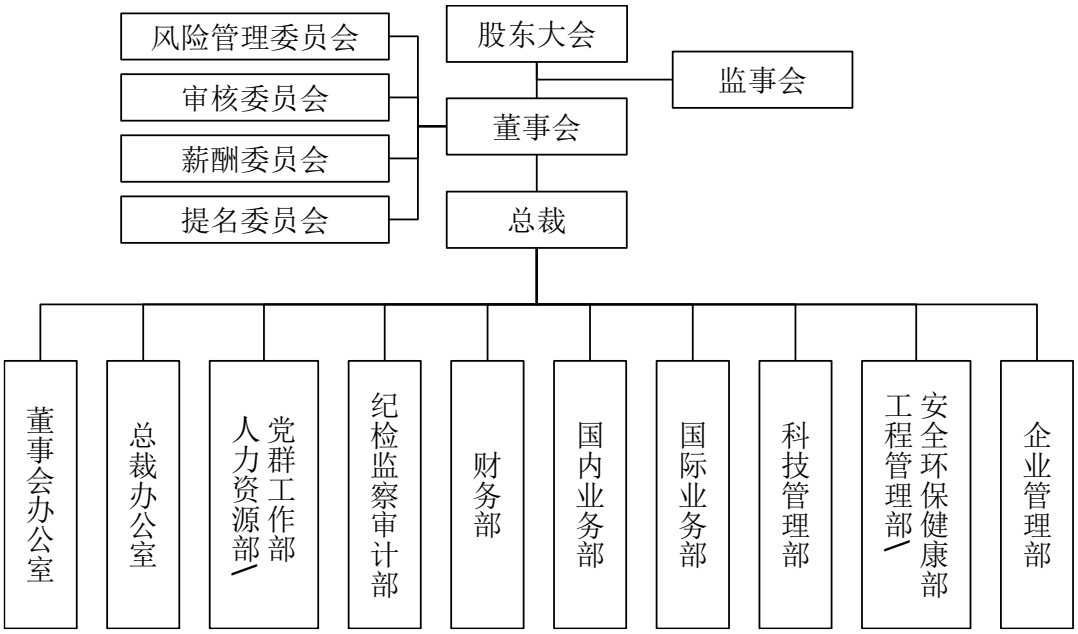
联合评级对公司的跟踪评级反应了公司作为国资委下属中国铝业集团有限公司的控股子公司，在行业经验、专业资质、技术研发、产业链延伸等方面保持了较强的综合竞争优势。跟踪期内，公

司经营情况保持稳定，资产规模有所提升，受国家对基建投资及房地产开发调控政策的影响，公司盈利能力有所下降。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、公司负债率明显增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司公开发行股票已通过中国证监会 A 股发行审核委员会审核，若后续进展顺利，公司资本实力和整体抗风险能力将有所增强。

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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	438.08	453.74	444.73
所有者权益（亿元）	139.97	121.28	121.59
短期债务（亿元）	108.37	114.05	122.91
长期债务（亿元）	19.80	27.93	27.27
全部债务（亿元）	128.17	141.98	150.18
营业收入（亿元）	269.66	360.65	62.24
净利润（亿元）	11.21	8.17	0.84
EBITDA（亿元）	21.27	19.75	--
经营性净现金流（亿元）	-12.83	16.40	-12.10
应收账款周转次数(次)	2.21	2.64	--
存货周转次数（次）	3.71	3.36	--
总资产周转次数（次）	0.72	0.81	0.14
现金收入比率（%）	99.08	91.96	102.39
总资本收益率（%）	7.17	5.43	--
总资产报酬率（%）	4.94	3.74	--
净资产收益率（%）	9.64	6.26	0.69
营业利润率（%）	10.36	9.11	7.30
费用收入比（%）	5.50	5.75	6.78
资产负债率（%）	68.05	73.27	72.66
全部债务资本化比率（%）	47.80	53.93	55.26
长期债务资本化比率（%）	12.39	18.72	18.32
EBITDA 利息倍数（倍）	4.21	3.16	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.14	--
流动比率（倍）	1.34	1.25	1.25
速动比率（倍）	1.05	0.87	0.84
现金短期债务比（倍）	0.89	0.72	0.43
经营现金流动负债比率（%）	-4.82	5.56	-4.23
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.36	2.19	--

注:: 1、公司计划在 A 股上市，所提供的 2017 年审计报告中，对 2015 至 2016 年度财务数据按照证监会及相关会计准则进行调整，本报告中所有数据均采用公司提供的 2017 年审计报告中数据；2、2018 年 1 季度数据未审计，部分指标未年化；3、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。