

云南铝业股份有限公司 2006 年第二期 3 亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA⁻

本期短期融资券信用等级: A-1

评级时间:

2006 年 11 月 20 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年 9 月
资产总额(万元)	348379.70	415590.65	460635.13	552147.46
主营业务收入(万元)	146462.99	231062.48	453312.51	480463.57
所有者权益(万元)	148947.05	166689.55	164434.31	167485.92
EBITDA (万元)	31827.04	39820.20	43222.49	35130.60
利润总额(万元)	19361.60	22210.05	16659.64	19026.87
资产负债比率(%)	57.25	59.89	63.16	67.56
全部债务资本化比率(%)	47.73	56.29	57.93	60.60
净资产收益率(%)	11.04	11.34	8.59	8.34
流动比率(%)	120.02	107.86	111.07	118.95
EBITDA 利息倍数(倍)	13.24	9.11	5.13	
债务保护倍数(倍)	0.19	0.15	0.14	0.11

分析员

朱海峰 夏 阳

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

HTTP: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

云南铝业股份有限公司(以下简称“公司”)是中国有色金属工业协会确定的中国13家重点铝企业之一,目前已形成了一定的规模优势、技术优势、市场优势和品牌优势,受国家宏观调控的影响相对较小。公司法人治理结构完善,内控制度健全并能有效运行,整体管理水平较高。目前,公司资产质量优良,经营状况较好,但债务负担较重。综合看,本期短期融资券到期不能如期偿付的风险小。

优势

1. 公司现有两条原铝生产线采用了国际先进、国内一流的先进技术,吨铝电耗、全员劳动生产率等指标居国内行业前列,拥有规模优势和技术优势。
2. 公司资产质量良好,技改项目已全面投产,生产经营状况稳定。
3. 公司电力成本相对较低,盈利能力较强。
4. 公司作为国家扶持的重点铝生产企业及云南省骨干企业,整体经营管理风险较低。

关注

1. 目前电解铝属于产能过剩的行业之一,国家对电解铝行业实行宏观调控政策。
2. 公司主要原材料氧化铝全部依赖外购,大部分从国外进口,受国际市场的影响较大。
3. 公司生产所需电力需外购,电力供应紧张状况有可能影响到公司的生产经营。
4. 公司前几年进行了较大规模的技术改造,目前债务负担较重,未来1—2年偿债压力较大。



一、主体概况

云南铝业股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1998年3月20日，是经中国证券监督管理委员会证监发字[1997]533号文和证监发字[1997]534号文批准，以“全额预缴款，比例配售，余款即退”方式，由云南冶金集团总公司将其全资企业云南铝厂的绝大部分生产经营性资产投入，独家发起并向社会公开募集股份方式设立的股份有限公司。公司股票（股票名称“云铝股份”，股票代码“000807”）于1998年4月8日在深圳证券交易所挂牌上市。公司已于2006年5月完成股权分置改革。截至2006年9月底，公司总股本为54600万股，其中云南冶金集团总公司持有51.41%，为唯一持股份额超过5%的股东。

公司的主营业务为铝冶炼和铝加工，是中国有色金属工业协会确定的中国13家重点铝企业之一，主要产品有重熔用铝锭、预焙阳极、铝铸轧卷、冷轧铝板、挤压铝型材、电工圆铝杆、铝棒、铸造铝合金和民用铝制品等十大系列上百个规格型号的产品。公司已形成了电解铝（预焙槽）40万吨，铝加工16万吨，炭素制品18万吨的生产能力。截至2006年9月底，公司拥有云南涌鑫金属加工有限公司（控股比例25.5%）和云南润鑫铝业有限公司（控股比例44.2%）2家子公司。公司本部设有总经理办公室、市场营销部、物资供应部、生产部、财务部、人力资源部、资产管理部、技术创新中心等部门，下设电解一厂、电解二厂、加工厂、炭素厂、动力厂、运输管理部、修造厂等生产部门。截至2005年底，公司共有职工3635人。

截至2006年9月底，公司（合并）资产总额为552147.46万元，所有者权益167485.92万元。2006年1—9月实现主营业务收入480463.57万元，利润总额19026.87万元。

公司注册地址：云南省昆明市呈贡县。法定代表人：陈智。

二、本期短期融资券发行概况

公司于2006年5月29日发行了2006年第一期3亿元短期融资券，期限为12个月。本次拟发行2006年第二期3亿元短期融资券，期限为12个月。

本期短期融资券所募集的资金将用于公司补充营运资金，若有剩余，则用来偿还部分短期借款，以优化融资结构，降低财务成本。

本期短期融资券无担保。

三、行业分析

铝是一种质量轻、耐腐蚀的金属，导电性好，是国民经济中不可缺少的基础性原材料之一，应用范围很广，被广泛用于建筑、包装、电力、消费品和运输等行业。铝工业属于资金密集型高能耗基础工业。由于铝的用途广泛，所以对铝的需求通常与国内外经济状况的波动紧密相连，具有产品价格波动频繁、需求具有周期性、行业竞争激烈、受国家政策影响较大等风险特性。

目前全球电解铝产能主要分布在中国、俄罗斯、加拿大、美国、巴西、挪威等国家，中国是世界上最大的铝生产国，铝产能约占全球产能三分之一左右。

1. 国际铝市场现状

电解铝供需情况

表1 近年来世界电解铝供需情况

项目(万吨)	2004年	2005年	2006年上半年
世界电解铝供应	2985.8	3189.5	1649.4
世界电解铝消费量	3037.7	3212.3	1688.7
平衡	-51.9	-22.8	-39.3

数据来源：英国商品研究机构（CRU）铝报告

近年来，世界经济的稳步增长导致了国际铝市场需求大幅增加。2001~2005年，世界铝消费量平均增长率为4.6%，其中，欧洲为3.76%，北美为0.37%，亚洲和中国分别为8.3%和15.5%。2005年，全球电解铝产量约为3189.5



万吨,消费量约为 3212.3 万吨,供需缺口约 22.8 万吨。预计 2006 年全球电解铝消费量达 3410 万吨,供需缺口约 30 万吨。

供不应求的市场状况使得世界铝价自 2003 年开始一直呈上涨态势。进入 2006 年以来,在全球商品价格普遍上涨,尤其是在铜价、锌价大幅上涨带动下,国际市场现货铝价从 2005 年底的 2200 美元/吨上涨到 2006 年 6 月的 2500 美元/吨左右,国内现货铝价也从 18500 元/吨上涨至 20000 元/吨左右。伦敦金属期货交易所(LME)和上海期货交易所(SHFE) 2002 年至 2006 年 6 月的现货、期货价格如表 2 所示。

表 2 国内外期货交易所铝平均价

时间	LME (美元/吨)		SHFE (元/吨)	
	现货价	三月期价	现货价	三月期价
2002 年平均价	1350	1365	13553	13514
2003 年平均价	1431	1428	14595	14573
2004 年平均价	1716	1721	16242	16416
2005 年平均价	1898	1900	16744	16848
2006 年 1 月	2378	2391	19351	19369
2 月	2455	2481	20678	20635
3 月	2429	2458	19264	19639
4 月	2621	2643	19978	20255
5 月	2861	2881	21723	21743
6 月	2477	2520	19608	19645
上半年平均价	2537	2562	20100	20248

数据来源: LME、SHFE

氧化铝供需情况

氧化铝是电解铝生产的主要原料,约 2 吨氧化铝生产 1 吨电解铝。截至 2005 年底,全球氧化铝生产能力约为 7000 万吨,主要生产国为澳大利亚、中国、巴西、美国、牙买加,以上 5 国产量占世界总产量的 60%,其中澳大利亚是世界上最大的氧化铝生产国,年产能占世界总产能的 27%。

受供应短缺影响,氧化铝价格过去三年来一直处于高位,高额利润吸引了大批资金投向氧化铝项目。2006 年以来,新增氧化铝项目纷

纷投产,预计全球全年新增产量约为 780 万吨,同比增长 12.06%。全球氧化铝产量增长速度远远超过了电解铝产量的增长速度,使得氧化铝供求从 2006 年年初的短缺转为过剩,预计 2006 年全年过剩量约为 200 万吨。受此影响,国际市场氧化铝价格也从 2006 年 5 月的高点 650-680 美元/吨一路下跌,9 月份现货市场价格约为 260 美元/吨左右,国内氧化铝价格也从 6500 元/吨下跌至 2600-2950 元/吨左右。

未来走势预计

受氧化铝成本下降、铝价高企驱动,中国闲置及新建的 100 多万吨电解铝产能将在 2007 年、2008 年全部投产,在中国铝产量大幅增长带动下,未来两年全球电解铝产量会保持 5.5% 以上的增长速度。

虽然美国近期经济增长速度放缓,但欧洲、日本、中国等国家经济增长依然强劲,预计未来两年全球经济仍将处于稳步增长过程中。另外,目前铜、锌价格远远高于铝价,金属之间的替代作用将会促进铝的消费。因此,预计未来两年全球铝消费增长速度不低于 5%。

总的来看,未来两年全球铝的供求基本平衡,预计铝价会呈稳中有跌的趋势。

未来 2-3 年,世界范围内新增氧化铝产能仍将大大超过新增电解铝产能,全球氧化铝过剩还会进一步加剧,预计氧化铝价格将会长期处于 200 美元/吨左右低位。现货电解铝一氧化铝价差将扩大,电解铝企业的利润实现仍然有一定保障。

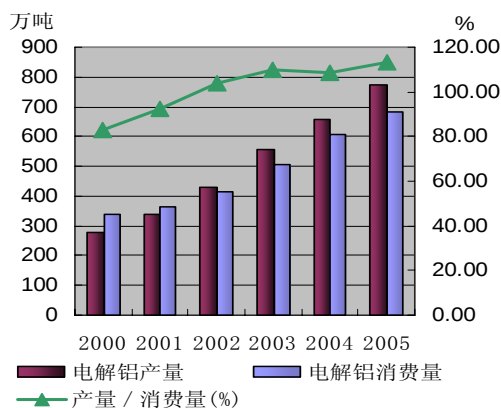
2. 我国铝市场现状

改革开放以来,随着我国经济的逐步回升,对铝的需求逐渐增加,在中国有色金属工业“优先发展铝工业”的战略发展方针指导下,各地方政府采取各种优惠措施,鼓励投资电解铝项目,使得我国铝工业取得了长足发展,如今已经形成了从铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工、研发为一体的比较完善的工业体系,铝产量和消费量呈现出稳步增长的势头,成为了世界第一



大铝生产国和第二大铝消费国。2005 年，我国电解铝产量达到 781 万吨，较 2004 年同比增长 15.76%。在我国电解铝产量迅速增长的同时，电解铝消费量增幅却远不如前者（参见图 1），在国内供应过剩和国家出口退税优惠政策的双重作用下，我国铝出口快速增长。2005 年国家开始对电解铝实施宏观调控，从 2005 年 1 月 1 日起取消电解铝出口退税及征收 5% 出口关税的政策。随着新关税政策的实施，我国电解铝出口开始下降，到 2006 年 6 月，我国电解铝出口量为 62.47 万吨，较 2005 年同期下降 20%。与此同时，由于铝制品 13% 的出口退税率不变，导致 2006 年 1-6 月铝制品出口量达到 52.66 万吨，较 2005 年同期增长 62.4%，铝制品出口需求强劲在很大程度上支撑了国内电解铝市场需求。

图 1 2000-2005 年我国电解铝产量及消费量对比

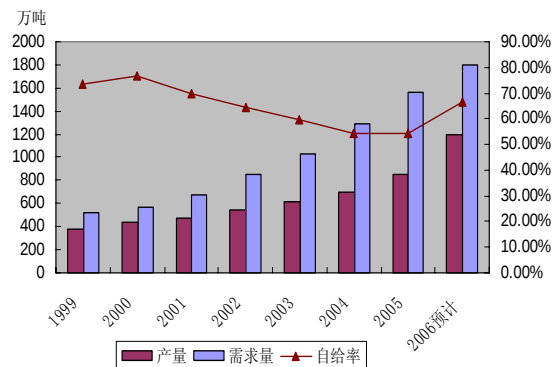


数据来源：www.world-aluminum.org

从国内电解铝和氧化铝的价格来看，我国铝行业开放较早，与国际市场联动程度较高，氧化铝及电解铝的价格受国际市场氧化铝和电解铝的价格影响较大，表现出与国际市场价格相近的走势。2004 年以来的氧化铝价格高涨刺激了氧化铝投资，全国新增氧化铝产能到 2006 年开始释放。根据国家统计局的统计，2006 年 1-6 月我国氧化铝累计产量达 595 万吨，同比大增 50.6%。据海关统计，2006 年上半年进口氧化铝 333 万吨，同比减少 10.1%。总的来看，国内氧化铝供应大幅增加，并由供不应求转为

供大于求，导致氧化铝价格回落。2006 年 8 月 7 日，中铝宣布将氧化铝国内现货价格从 5650 元/吨调低至 4900 元/吨，调低幅度为 13.3%。氧化铝价格下跌导致电解铝的生产成本出现较大的回落，电解铝企业的利润空间有望扩大。长期来看，我国铝土矿保有储量 3.73 亿吨（2004 年底），仅占世界总储量的 1.44%，且矿石类型以水硬铝石型为主，铝硅比偏低，由于铝工业的初级原料铝土矿具有不可再生特性，未来电解铝产业链瓶颈将从氧化铝供不应求转变为铝土矿的短缺。铝土矿资源的有限性将导致电解铝价格上涨预期，电解铝企业未来发展前景良好。

图 2 1999-2006 年我国氧化铝供求情况及预计



数据来源：《中国铝业》杂志 2006 年第 9 期

目前，我国铝行业仍存在一些问題，主要表现为：一是电解铝产能严重过剩，2005 年末电解铝产能 1070 万吨，电解铝产量 781 万吨，产能平均利用率 75% 左右。如果目前在建的电解铝项目建成投产，预计到 2006 年底电解铝生产能力可达 1160 万吨，2007 年可达 1250 万吨，“十一五”末总能力 1300 万吨左右，电解铝供过于求的局面将日趋严重。二是行业集中度低，2005 年电解铝企业平均产量仍仅 7.4 万吨。三是铝土矿资源保障程度不足，开采秩序混乱，氧化铝无序建设问题突出。四是应收帐款和产成品库存居高不下。五是铝加工技术经济指标落后。电解液直接铸造锭坯或铸轧板坯率比国外低 50 个百分点，铝加工材综合成品率比国外低 10 个百分点。

2006年4月25日国家发改委、财政部、国土资源部等九部委联合下发《关于加快铝工业结构调整指导意见的通知》。《通知》进一步加强了对电解铝产业的调控政策，其中包括严格执行电解铝建设项目35%及以上资本金比例的规定。《通知》要求，对于符合国家产业政策和市场准入条件的氧化铝、电解铝企业，积极给予贷款支持；对于工艺落后、属于禁止类目录或明令淘汰的企业不予授信支持。

总的来看，通过实施宏观调整政策，将使得铝行业竞争更加有序，一些有实力的铝工业重点企业将获得进一步发展契机。

四、基本素质

1. 竞争实力

公司是中国有色金属工业协会确定的中国十三家重点铝工业企业之一，是国家重点扶持的电解铝行业的优势企业。

规模优势

2004年公司国债项目“第二电解分厂环境治理节能技术改造”工程完工投产后，公司本部拥有两条工艺先进生产线：其中一条采用186KA大型预焙阳极电解技术，年产能达10万吨；一条采用300KA容量级CHYG-30型特大型铝电解槽，年产能达20万吨。

表3 国内各铝厂2006年1~8月主要技术经济指标

排名	单位名称	铝锭产量 (吨)	电耗 (kWh/t)	
			原铝直流电耗	铝锭综合交流电耗
1	青铜峡铝业集团	367436	13532	14423
2	伊川电力集团豫港龙泉铝业公司	262155	13564	14498
3	中铝集团青海分公司	258021	-	-
4	云南铝业股份有限公司	241109	12941	13559
5	中铝集团贵州分公司	224581	-	-
6	青海桥头铝业股份有限公司	189491	13706	14981
7	山东信发铝业集团	186567	13122	14001
8	山西华泽铝电	178131	-	-
9	连城铝业	176489	-	-
10	包头铝业集团	175154	-	-

数据来源：《中国铝业》2006年第9期；排名以产量排序。

目前公司已形成了电解铝（预焙槽）40万吨，铝加工16万吨，炭素制品18万吨的生产能力。公司目前的产能在国内同行业排名第四（如表3所示），具有一定的规模优势。

技术优势

公司第一电解分厂采用了国际先进、国内一流的186KA大型预焙阳极电解技术，在电解操作设备、配套的阳极生产工艺及设备等方面都开发或采用了国内外的先进技术，其总体技术装备水平处于国内领先水平。第二电解分厂采用248台300KA容量级CHYG-30型特大型铝电解槽，是代表当代国际先进水平的新设备。总体看，现公司主要生产设备的的技术装备已达到世界一流水平。公司的原铝直流电耗和铝锭综合交流电耗指标在国内同行业中排名前列，如表3所示。公司原铝氧化铝单耗约为1920.72公斤/吨铝，氟化盐单耗约为18.5公斤/吨铝，各项单耗指标排名均在国内领先。在全员劳动生产率方面，公司达到80吨/人，比国内行业第二名40吨/人高出一倍。与国内电解铝生产企业相比，公司具有明显的技术优势。

品牌优势

公司先后开发生产出“云海”、“云铝”牌重熔用铝锭、挤压铝型材、铸造铝合金和民用铝制品等十大系列上百个规格型号的产品。其中重熔用铝锭、铝型材、铝合金和铝铸轧卷采用国际标准组织生产、产品分别获得省优、部优、省级名牌产品多项荣誉，“云海”牌重熔用铝锭获进出口免检权。产品畅销国内市场、远销欧美、日本及东南亚国家和地区。2000年，云铝股份“云海”、“云铝”牌重熔用铝锭在上海金属交易所注册，2001年，“云铝牌”重熔用铝锭在伦敦金属交易所注册。公司核心产品的国内外影响力较强。

2. 人员素质

截至2005年底，本公司现有职工3635人，其中生产人员2867人，占比78.87%；管理人员578人，占比21.13%。从学历构成上来看，



本科以上学历文化程度的人员 343 人，大专文化程度的人员 840 人，中专文化程度的人员 610 人，无退休人员。总体来看，公司人员结构安排合理，员工平均年龄仅 32 岁，且素质较高，社会负担不重。

公司董事长陈智先生，曾任云南省人民政府办公厅正处级秘书、处长，云南省工商行政管理局副局长，云南省红河州人民政府副州长，云南省地方税务局副局长，云南冶金集团总公司党委书记、董事长、总经理。公司总经理田永，曾任云南铝厂电解车间副主任、主任、调度科科长，加工分厂厂长，云南铝厂生产部部长、总调度长、生产处处长、厂长助理、云南铝厂副厂长、厂长，云南铝业股份有限公司副董事长兼总经理。公司其他高管人员大多具有多年铝行业生产管理经验和较高的专业素质，管理能力较强，领导班子平均年龄仅 42 岁，整体素质较高。

3. 外部支持

公司控股股东云南冶金集团总公司为云南省国有资产监督管理委员会的全资公司，负责云南省有色金属采矿、选矿、冶炼、加工等业务。1999 年被国务院批准为国家 520 户重点企业（集团）之一。公司是其唯一经营铝生产及加工的上市公司，能享受到控股股东在资金、项目、对外贸易等多方面的支持。

公司在“七五”、“八五”、“九五”、“十五”期间不断进行技术改造，得到了国家产业政策的支持，公司的综合实力日益增强。公司的“第二电解分厂环境治理、节能技术改造工程”2001 年 11 月、2002 年 9 月先后被列为“第二批国家重点技术改造‘双高一优’导向计划”及“2002 年国家重点技术改造项目计划（第九批国债专项资金项目）”。

作为云南省骨干企业，公司已获得了 15% 的所得税率的税收优惠。云南省电网将优先保证本公司的电力供应。根据云发改价格[2005]325 号文规定，自 2005 年起，公司生产

用电价在正常电价基础上享受每度电优惠 4.32 分的优惠待遇。

总的来看，公司是国家扶持的 13 家重点铝生产企业之一，随着国家西部大开发各项优惠政策落实，公司的未来发展环境更趋良好，并将获得范围更广、力度更大的政策支持。

五、管理分析

公司按照《公司法》、《证券法》及国家相关法律法规的规定，建立了完善的公司法人治理结构，运作规范。公司现有董事会成员 12 人（其中独立董事 5 人），监事会成员 5 人。公司实行董事会领导下的总经理负责制，内部设有总经理办公室、市场营销部、物资供应部、财务部、技术创新中心等部门。

公司制定了包括《董事会议事规则》、《云南铝业股份有限公司货币资金管理制度》、《云南铝业股份有限公司财务收支审批制度》、《云南铝业股份有限公司内部牵制制度》、《云南铝业股份有限公司内部稽核制度》、《云南铝业股份有限公司短期投资管理办法》、《云南铝业股份有限公司建设工程合同管理办法》、《云南铝业股份有限公司成本管理制度》、《云南铝业股份有限公司财务分析制度》等一系列规章制度，用制度来控制 and 规范公司的生产经营活动及重大决策。

公司注重内部控制程序的管理，在交易授权审批、职责划分、凭证与记录控制、资产接触与记录使用及独立稽核方面，已经建立了健全的、合理的内部控制制度，并顺利得以贯彻、执行。公司坚持“以人为本、质量第一”的管理理念；坚持“依靠科技进步、推动管理创新，争创一流产品，实现顾客满意”的质量方针和“效益看产品，产品看质量，质量看工艺，工艺看创新”的管理思想。公司采用国际化标准组织生产，1998 年至 2004 年期间，先后通过了 ISO9001、ISO14001、OHSMS18001、ISO10012、QS9000 国际管理标准认证，使公司的产品，从

原料采购、生产过程到销售的各个环节都处于受控状态。

公司先后荣获了全国“五一”劳动奖状、“中国最具发展潜力上市公司 50 强”、“全国质量管理先进企业”等多项荣誉称号。2005 年，公司被国家环保总局授予“国家环境友好企业”荣誉称号，成为中国西部、中国有色行业和云南省首家通过此项认证的企业，还被中央文明委授予首届“全国文明单位”荣誉称号。

以上公司通过的各项认证及获得的荣誉看也体现出公司较高的管理水平。

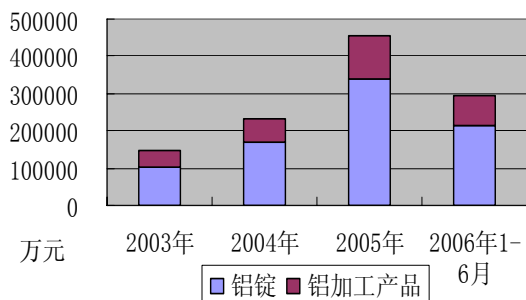
六、经营分析

1. 业务状况

公司以铝冶炼及铝加工制品的生产与销售为主营业务，是一家典型的、专注主业的工业企业。2003-2005年，公司电解铝产量分别为10.79万吨、18.27万吨、31.82万吨。2004年9月30日，公司设计总投资21.65亿元的“第二电解分厂环境治理节能技术改造”工程全面投入生产。由于产能的提高，2004年、2005年公司电解铝产量有较大幅度增长，生产经营趋于稳定。

2003-2005年及2006年1~6月公司主营业务收入构成情况见图3。2005年，公司主营业务收入中，铝锭占75.19%，产品毛利率为10.46%；铝加工制品占24.81%，产品毛利率为8.72%。公司主营业务突出，生产产品以铝锭为主，产品结构比较稳定。

图3 公司主营业务收入构成



从销售地域来看，公司产品在国内主要销

往广东省，部分销往华东地区和本省，对外则主要销往新加坡、韩国、日本、印尼等国。2005年公司以国内市场为主，国内实现主营业务收入占比为88.01%。

2. 生产与营销

生产方面：在“公司以利润为中心，二级厂（车间）以成本为中心，工段（班组）以指标为中心”的三级中心管理模式指导下，公司通过明确各级工作目标，有效提高了产品性能、最大化控制成本，提高产量。

在提升产品性能上，公司自成立以来，先后进行了十余项重大技术改造，现有主要生产设备的技术装备已达到世界一流水平。

在成本控制上，公司一方面通过技改扩大产能产量，摊薄单位产品固定成本，获得规模优势。另一方面，铝生产的主要成本来自氧化铝和电力两项耗费，2005年，公司在氧化铝采购价格高涨的情况下，借助与国外原料供应商在长期合作中形成的良好信誉，采用加大国外长单采购方式应对氧化铝原料的价格上涨，整体盈利表现好于以现货氧化铝采购为主的企业。通过技改，公司大大降低了单位产品电耗与原料消耗，目前，公司将电费消耗控制在总成本的30%-42%，各项单耗指标排名均在国内名列前茅。此外，公司建设了一条铁路专用线，用于运输原料及成品，原料到港后可经铁路线路直接运输进入原料仓库，大大节约了运输费用。有效的成本控制增强了公司产品在国内国际市场上的整体竞争力。

产品营销方面：公司的电解铝产品基本形成三分之一内销，三分之一适度深加工，三分之一外销的格局。近年来，公司加强了市场分析与预测，针对国内国外两个电解铝销售市场特点，合理安排铝锭和铝加工产品的市场开拓力度，适当调整内销和外销比例，并进一步巩固与现有电解铝产品销售商及电解铝产品直接使用客户的长期合作关系，最大限度地保证产品销售规模的稳定增长。

经过多年的生产销售实践，公司逐步形成了“两头在外，大进大出”的经营模式。尽可能地利用国内国外的两个市场、两种资源。另外，公司具有从事境外期货交易的资格，积极参与世界期铝交易，合理利用期货市场的套期保值功能，以确保公司生产经营业绩的稳定。

3. 经营优势与不足

公司主要竞争优势有规模优势、技术优势、品牌优势、政策优势、管理优势以及电力成本优势等。

但另一方面，我们还注意到，公司在以下方面存在不足：

一是原料供应。铝工业属资源类生产行业，氧化铝原材料在铝工业生产过程中至关重要，而公司不具备上游氧化铝生产能力，尤其在全球氧化铝供不应求状况严重、氧化铝价格波动更加频繁的情况下，氧化铝原材料全部依赖外购成为制约公司发展的瓶颈。为解决氧化铝供应问题，建立长期稳定的氧化铝供应渠道，保证电解铝的产能扩大需求，公司计划通过控股或参股等多种形式参与国内或周边国家铝土矿资源开发及氧化铝的生产。2005 年公司已通过《关于投资中色国际氧化铝投资有限公司的决议》，出资 500 万元与其他投资者共同设立中色国际氧化铝开发有限公司。公司还参股了澳大利亚 YMG 贸易股份有限公司，以确保及时了解国外氧化铝的供求变化及价格走势，准确地掌握氧化铝供求变化信息，尽可能减少氧化铝生产环节缺损带来的负面影响。

二是铝电联营。公司目前年生产用电约 55 亿度，由于尚未实现铝电联营，生产用电需要外购，而公司所在云南省电网水电比重较大，水电装机容量约占总装机容量的 68%，若公司的产能迅速扩大，遇到枯水期，存在电力供应不足的可能。

此外，国家取消对电解铝的出口退税并加征 5% 的出口关税，电解铝出口成本大幅增长，预计电解铝出口量将下降，国内市场的电解铝

供给增加，加剧了国内电解铝行业的市场竞争。

4. 经营效率

公司近三年通过技改投资使得资产总额相应得到增长，三年平均增长率为 14.99 %。2005 年管理费用率较前两年略有下降。成本率有所上升，这主要是由于氧化铝原材料价格上涨所致。从最近三年各项经营效率指标来看，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所上升，公司整体经营效率有所提高（表 4）。

表 4 经营效率

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 9 月
主营业务收入	146462.99	231062.48	453312.51	75.93	480463.57
主营业务成本	114201.20	197974.64	407865.31	88.98	431515.37
资产总额	348379.70	415590.65	460635.13	14.99	552147.46
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权平 均值	2006 年 9 月
管理费用率 (%)	5.76	4.32	2.57	3.74	2.41
成本率 (%)	86.01	92.09	96.49	93.07	96.29
销售债权周转 次数(次)	139.05	202.82	236.00	206.66	72.78
存货周转次数 (次)	2.54	3.54	4.95	4.04	3.85
总资产周转次 数(次)	0.42	0.60	1.03	0.78	0.87

数据来源：公司 2003 年-2005 年审计报告及 2006 年 9 月会计报表。

5. 未来规划

公司规划到 2010 年，资产规模和经营规模进入国内铝行业前 3 位；自有氧化铝资源保障率超过 50%，电解铝总产能达到 60—80 万吨，位居国内前 3 位；铝加工总产能达到 20-30 万吨；企业综合管理水平位居国内前列并达到世界先进水平。

公司近期经营规划主要是有效整合内部资源，加强资源能源管理，降低生产成本；进一步挖掘内部潜力，提高产品的科技含量，提高高附加值产品产量，扩大利润空间；在原材料采购和产品销售上继续实行务实的营销策略，在国内与国外、期货与现货市场上灵活调配，扩大盈利空间。



七、财务分析

1. 财务说明

该分析主要是基于公司提供的2003~2005年经中和正信会计师事务所审计并出具无保留意见审计结论的财务报告。

截至2005年12月31日,公司(合并)资产总额为460635.13万元,负债总额290927.03万元,所有者权益164434.31万元。2005年实现主营业务收入453312.51万元,利润总额16659.64万元,现金及现金等价物净增加额-9925.46万元。

根据公司提供的未经审计的2006年第三季度季报,截至2006年9月底,公司(合并)资产总额为552147.46万元,负债总额373035.89万元,所有者权益167485.92万元。2006年1-9月实现主营业务收入480463.57万元,利润总额19026.87万元,现金及现金等价物净增加额37921.57万元。

公司拥有控股子公司2家(按合并口径),分别为云南涌鑫金属加工有限公司(控股比例25.5%)和云南润鑫铝业有限公司(控股比例44.2%)。目前,这2家子公司资产规模、生产能力与公司本部相比较小,对公司财务状况和经营成果影响甚小。

2. 资产质量分析

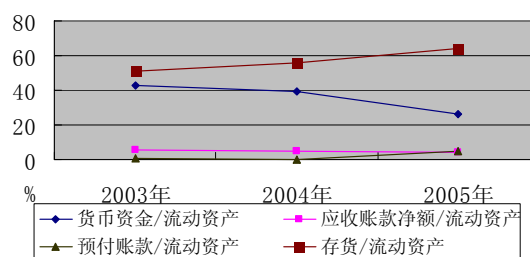
2003年~2005年,公司总资产规模增长较快,三年平均增长率为14.99%。到2005年底,公司资产总额达到460635.13万元,流动资产、长期投资净额、固定资产合计、无形资产及其他资产合计分别占总资产的33.00%、0.16%、64.80%和2.04%,公司资产构成以固定资产和流动资产为主,资产构成正常。

公司固定资产以房屋、建筑物和设备为主。2004年公司技改完成,在建工程和工程物资规模大幅下降。2003-2005年间,公司固定资产净值年均增长34.25%。

公司流动资产以存货和货币资金为主,截

至2005年底,上述两类资产占公司流动资产总额的比重分别为64.48%和25.9%。近三年存货占比上升幅度相对较大,年均增长12.59%,主要是公司“十五”技改工程投产后,生产所需原材料及在产品、库存商品大幅增加,加之世界氧化铝价格全面上涨,公司加大氧化铝原料采购量所致。近三年,货币资金占比年均下降21.98%。2005年底,公司应收帐款与其他应收款所占比重较小,二者合计约占流动资产的4.30%(参见图4)。

图4 2003年-2005年公司流动资产构成变化



2005年底,公司存货(净额)规模达到97999.61万元。其中,52004.18万元为生产所需原材料(主要是氧化铝),占存货总额的52.58%,公司已提取707.60万元的跌价准备;28437.17万元为库存商品,占比28.75%,从目前国际国内铝市场行情来看,该部分存货变现能力强,近期出现跌价损失的可能性较小。

2005年底公司应收账款总额为2643.49万元(其中账龄在为一年以内的占73.47%),比2004年底增加50.59%,主要原因是12月份出口铝锭货款回收周期较长所致。公司已提取798.48万元的坏账准备。2005年底公司其他应收款为4715.52万元,其中账龄在一年以内的占99.74%,主要为期货保证金。公司应收款项总体数额较小,且发生坏帐的可能性较小。

公司无形资产及其他资产增长较快,三年平均增长414.43%,2005年底达到9407.49万元,占总资产的2.04%,主要是因为2004年公司以下属电解二厂因技术改造拆除的有使用价值的结构件置换云南冶金集团总公司的五宗土地使用权使当期无形资产增加6215万元,以及

2004 年 11 月公司购入铁路专用车使用权使当年长期待摊费用增加 3228 万元所致。

2006 年 9 月底，公司资产总额比 2005 年底增长 19.87%，达到 552147.46 万元，其中流动资产合计比 2005 年底增长 36.63%，固定资产合计比 2005 年底增长 10.98%，资产流动性有所提高。截止 2006 年 9 月底，公司货币资金 74781.40 万元，占流动资产的 36%，货币资金充足。

3. 负债和所有者权益

从公司的债务构成来看，2003-2005 年，公司负债总额年均增长 20.78%，2005 年底达到 290927.03 万元，其中流动负债、长期负债年均增长率分别为 36.43%和 10.62%，2005 年底分别达到 136850.22 万元和 154076.81 万元，占比分别为 47.04%和 52.96%，长短期负债结构较为合理。

近三年，公司流动负债主要以短期借款、应付票据、应付账款为主，2005 年底占比分别为 40.72%、19.00%、28.84%。长期负债以长期借款为主，2005 年底占比 98.60%。

2003-2005 年，公司所有者权益年均增长 5.07%，2005 年底达到 164434.31 万元，其中注册资本、资本公积、盈余公积、未分配利润占比分别为 33.20%、46.98%、12.75%和 7.06%，所有者权益构成合理。

从表 5 来看，2003 年~2005 年，公司的长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债比率均略有增长，到 2005 年底，上述三项指标分别为 47.24%、57.93%和 63.16%。公司负债水平较高，债务负担重。

截至 2006 年 9 月底，公司流动负债合计比 2005 年底增长 27.57%，其中短期借款中包含 2006 年 5 月 29 日发行的 2006 年第一期 3 亿元短期融资券。长期负债合计比 2005 年底增长 28.80%，负债合计比 2005 年底增长 28.22%，增长较快。截止 2006 年 9 月底，公司资产负债率增长至 67.56%，全部资本化比率增长至

60.60%，分别比 2005 年底增加 4.40 个百分点和 2.67 个百分点，债务负担进一步加重。

表5 财务构成（万元）

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 9 月
所有者权益	148947.05	166689.55	164434.31	5.07	167485.92
短期债务	19000.00	81020.00	81720.00	107.39	111020.00
长期债务	117000.00	133684.00	151922.81	13.95	164434.00
负债总额	199432.66	248901.11	290927.03	20.78	373035.89
资产总额	348379.70	415590.65	460635.13	14.99	552147.46
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	加权 平均值	2006 年 上半年
长期债务资本化比率	43.99	44.51	47.24	45.77	47.86
全部债务资本化比率	47.73	56.29	57.93	55.40	60.60
资产负债率	57.25	59.89	63.16	61.00	67.56

公司计划发行 2006 年第二期 3 亿元短期融资券。以公司 2006 年 9 月底财务数据为基准，本期融资券发行后，预计公司的资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.23%和 63.04%，公司债务负担过重。

公司主要技改项目已全面投产，目前没有已确定重大投资项目。预计未来几年公司的负债水平不会有进一步上升。

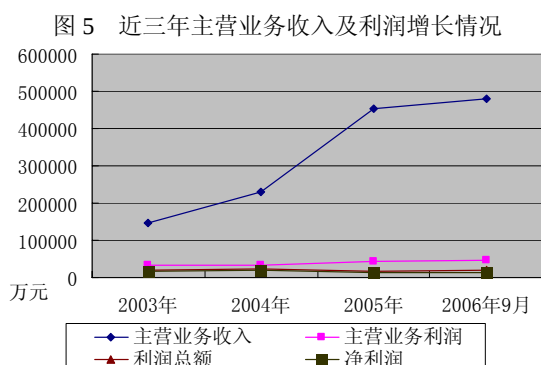
4. 盈利能力

近三年来，铝产品价格上涨，加之 2004 年 9 月 30 日公司技改工程电解槽全面投产，产销量大增，使得主营业务收入规模大幅增长，年均增长率达 75.93%，2005 年实现 453312.51 万元。公司主营业务利润增长相对缓慢，三年平均增长率 15.79%，这主要是由于 2004 年以来氧化铝价格高涨、用电成本增加和运力紧张使得主营业务成本大幅上升所致。

公司近三年来营业费用、管理费用和财务费用增长较快，年均增长率分别为 72.54%、24.45%和 119.39%，主要原因为产品销量大幅增长、员工工资及福利费增长和借款增加。此外，2004 年，在铝价低迷，原料上涨，销售毛利率下降幅度较大（较 2003 年下降达 35.00%）的情况下，公司在期货市场进行了套期保值，实现投资收益 6153.89 万元。由于期货市场具



有一定的不确定性，2005 年投资收益仅为 791.14 万元。由于上述原因，2005 年，公司实现利润总额 16659.64 万元，比 2004 年下降 24.99%。



2006年1~9月，受产量增加及铝价上涨等利好因素影响，公司实现主营业务收入、主营业务利润和利润总额分别为480463.57万元、46727.35万元和19026.87万元，均已超过2005年全年相应收入指标。据预测，公司2006年可实现销售收入647000万元，比2005年增长42.73%。

表6 盈利能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 9 月
主营业务收入	146462.99	231062.48	453312.51	75.93	480463.57
主营业务利润	32056.65	32821.09	42976.61	15.79	46727.35
投资收益	-311.91	6153.89	791.14		445.31
利润总额	19361.60	22210.05	16659.64	-7.24	19026.87
净利润	16449.79	18894.50	14118.63	-7.36	13971.61
利息支出	2403.43	4369.63	8428.82	87.27	
少数股东权益	0.00	0.00	5273.79		11625.65
所有者权益	148947.05	166689.55	164434.31	5.07	167485.92
销售商品、提供劳务收到的现金	152497.92	231805.66	489173.37	79.10	536081.06
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	加权平均 值	2006 年 9 月
主营业务利润率	21.89	14.20	9.48	13.38	9.73
总资本盈利率	6.62	6.10	5.59	5.95	3.07
净资产收益率	11.04	11.34	8.59	9.90	8.34

2003-2005 年，公司主营业务利润率下降较快，主要是原料价格高涨导致成本增长所致；总资本盈利率逐年下降，主要原因是公司债务资本增长较快。由于公司净利润出现波动，导致同期净资产收益率呈现同向变化，2005 年底，公司总资本盈利率和净资产收益率分别为

5.59%和 8.59%，整体盈利水平尚可。从 2006 年 1~9 月经营情况看，前三季度总资本盈利率和净资产收益率分别为 3.07%和 8.34%。

由于上市公司对盈利预测较为敏感，因此公司未提供未来三年的盈利预测。我们认为，2006 年二季度以来，氧化铝价格下跌导致电解铝的生产成本出现较大的回落，电解铝企业的利润空间有望扩大。预计公司未来几年将保持较高的盈利水平。

5. 现金流量

近三年公司经营活动产生的现金流入量增长较快，年平均增长率为 79.08%，2005 年经营活动产生现金流入为 489547.54 万元。经营活动产生的现金流出变化规律与流入相似，三年平均增长率为 80.44 %，主要是公司生产规模扩大，所需氧化铝储备增加，且氧化铝价格高涨导致。2004 年，为应对未来国际市场氧化铝价格高涨局面，公司大规模增加了氧化铝储备性采购，导致当年经营活动产生的现金流量净额下降至-2778.22 万元。2005 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 39605.37 万元。

近三年，公司因技改项目导致固定资产投资支出较大，投资活动产生的现金流量净额均为负值，其中 2003 年是公司技改投入规模最大的一年，当年公司投资活动产生的现金流量净额为-53857.24 万元。2004 年、2005 年净流出绝对值较 2003 年有所减小，分别为-44461.48 万元和-22910.16 万元。2005 年，由于技改工程完工，公司投资活动产生的现金流出主要为收购云南涌金金属加工有限公司等项目，经营活动现金流量净额已足够覆盖投资带来的现金净流出。

2003-2005 年公司筹资活动现金流入主要由向银行借款和配股吸收权益性投资形成。近三年，其平均增长率为 10.83 %。2005 年，公司偿还债务较多，使得筹资活动产生的现金流量净额为-26620.67 万元。

表 7 2003~2005 年公司现金流量变化情况表

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 1-9 月
经营现金流入	152650	234956	489548	79.08	537519
经营现金流净额	14451	-2778	39605	65.55	23833
投资现金流入	826	-25	62	-72.62	3029
投资现金流净额	-53875	-44461	-22910	-34.79	-15949
筹资现金流入	100834	101756	123848	10.83	126302
筹资现金流净额	23663	56491	-26621		30037
现金及等价物净额	-15762	9251	-9925	-20.64	37922

从 2006 年 1-9 月公司的现金流量看,经营活动产生的现金流入为 537519.48 万元,现金流量净额为 23833.19 万元;投资活动产生的现金流出主要为收购云南滇能个旧铝业有限公司及技改投资支出,现金流量净额为-15948.97 万元;筹资活动方面,借款所收到的现金为 122989.00 万元,偿还债务所支付的现金为 79080.00 万元,现金流量净额为 30037.35 万元。总体看,公司 2006 年 1-9 月的现金流状况较好,经营活动的获现能力较强。

从收入实现角度来看,2003-2005 年公司现金收入比率分别为 104.12%、100.32%和 107.91%,公司主营业务收入现金回流质量基本正常。

表 8 是公司在公司目前铝产量(40 万吨/年)及铝市场价格(约 19200 元/吨)的基础上,根据目前铝市场价格上升行情和未来三年实际产量增长计划,对未来三年现金流量的预测。

表 8 现金流量预测

项 目 (万元)	2006 年	2007 年	2008 年
经营活动产生的现金流入量	771660	733350	801550
经营活动产生的现金流出量	721660	661350	726550
经营活动产生的现金流量净额	50000	72000	75000
投资活动产生的现金流入量	3029	0	0
投资活动产生的现金流出量	21390	10000	20000
投资活动产生的现金流量净额	-18361	-10000	-20000
筹资活动产生的现金流入量	156332	90592	100600
筹资活动产生的现金流出量	133517	125250	125300
筹资活动产生的现金流量净额	22815	-34658	-24700
现金及现金等价物净增加额	54454	27342	30300

综合考虑 2006 年 1-9 月已实现的现金流量情况和铝工业发展良好趋势,预计公司预计现金流入实现较有保障。未来三年,在国家宏观经济保持持续稳定发展情况下,公司经营活动

产生的现金流量净额将持续增长,能够完全覆盖投资活动产生的现金净流出。

6. 偿债能力分析

从表 9 看,公司前三年流动比率和速动比例有所下降,2005 年底两项指标分别为 111.07%和 39.46%,短期支付能力偏弱,这与公司大幅增加氧化铝原材料储备有关。截止 2006 年 9 月底,公司流动比率和速动比率分别为 118.95%和 54.81%,虽比 2005 年底有所提高,但指标仍偏低。

表 9 偿债能力指标分析

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 9 月
EBITDA	31827.04	39820.20	43222.49	16.54	46080.10
筹资活动前现金流量净额	-39424.35	-47239.70	16695.21	-	7884.22
总债务	136000.00	214704.00	233642.81	31.07	275454.00
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权平均值	2006 年 9 月
流动比率 (%)	120.02	107.86	111.07	111.90	118.95
速动比率 (%)	58.97	47.68	39.46	45.82	54.81
EBITDA 利息倍数 (倍)	13.24	9.11	5.13	7.95	4.21
债务保护倍数 (倍)	0.19	0.15	0.14	0.15	0.11
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-16.40	-10.81	1.98	-5.53	0.72
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.29	-0.22	0.07	-0.09	0.03

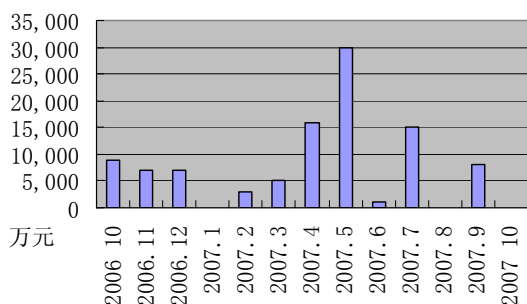
2005 年,由于利润总额、折旧金额上升较快,公司 EBITDA 规模上升,但由于同期技改贷款产生的利息支出增加,EBITDA 利息倍数下降至 5.13 倍。综合看,公司利息支付能力仍然较强。2003 年至 2005 年,公司债务保护倍数逐年下降,近三年分别为 0.19 倍、0.15 倍和 0.14 倍。考虑到公司债务的期限结构,公司对整体债务的保护能力一般。2004 年,公司为应对世界氧化铝价格高涨而加大氧化铝原材料的储备性采购,导致经营活动产生现金流量净额为负,同期自有净现金债务比下降为 -0.22 倍,2005 年,由于经营性活动产生的现金流量净额回升,该指标转为正值,公司通过经营和投资活动产



生的现金流量净额偿还债务的能力增强。

公司提供的截至2006年9月底长短期借款明细表明，公司债务结构以长期债务为主。其中，短期借款101000万元（含公司2006年5月发行的第一期3亿元短期融资券），在2007年5月出现短期债务偿付高峰，偿还规模为30000万元（2006年第一期短期融资券）；长期借款174434万元，其中2007年需偿还的长期借款为37000万元，2008年需偿还的长期借款为115750万元，其余为2008年以后偿还。公司债务期限结构不合理，偿债高峰集中，未来1—2年偿债压力大。

图6 公司短期债务偿还期限分布
(2006.10-2007.10)



截至2006年9月30日，公司无对外担保。

八、本期短期融资券偿债能力

公司于2006年5月30日发行了2006年第一期短期融资券3亿元，将于2007年5月30日到期。本期短期融资券预计将于2006年年底前发行。

以2006年9月底公司财务数据为基础，本期3亿元短期融资券使公司债务总额增加10.89%，对公司整体负债水平影响程度较大。公司6亿元短期融资券分二期发行，有利于公司合理安排偿债资金。

根据表8预测，公司预计2007年经营现金流入为733350万元，经营现金流量净额为72000万元，分别为本期短期融资券的24.45倍和2.4倍，覆盖程度较高。公司经营活动的获现能力对本期短期融资券的保护能力较强。

截至2006年9月底，公司货币资金为

74781.40万元，比2005年同期增长225.96%。如在本期短期融资券偿付期间出现资金周转困难时，预计公司现金类资产对债券的偿付有一定的保障。

截至2006年9月底，公司在各家金融机构授信总额303800万元，其中已使用额度为239350万元，尚余未使用授信额度64450万元，全部为流动授信。

九、综合评价

公司是中国有色金属工业协会确定的中国13家重点铝企业之一，目前已形成一定的规模优势、技术优势、市场优势、品牌优势等，受国家宏观调控的影响相对较小。公司法人治理结构完善，内控制度健全并能有效运行，整体管理水平较高。公司资产质量良好，技改项目全面投产后，产量大幅增加，吨铝电耗、全员劳动生产率等指标居国内行业前列。公司近几年投资规模较大，债务负担加重。目前，公司生产经营状况正常，货币资金比较充足，现金流状况良好。总体看，本期短期融资券到期不能偿付的风险小。