

信用等级公告

联合[2007] 269 号

联合资信评估有限公司通过对云南铝业股份有限公司 2007 年第一期 3 亿元短期融资券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

云南铝业股份有限公司
2007 年第一期 3 亿元短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年五月二十三日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

云南铝业股份有限公司

2007年第一期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:

2007年5月23日

主要数据:

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	415590.65	460635.13	556434.18
所有者权益(万元)	166689.55	164434.31	185028.14
主营业务收入(万元)	231062.48	453312.51	672511.26
利润总额(万元)	22210.05	16659.64	42518.26
资产负债率(%)	59.89	63.16	64.12
全部债务资本化比率(%)	56.29	57.93	57.87
净资产收益率(%)	11.34	8.59	16.91
流动比率(%)	107.86	111.07	115.67
经营活动现金流入量偿债 倍数(倍)	7.83	16.32	25.22
经营活动现金流量净额偿 债倍数(倍)	-0.09	1.32	1.99
筹资活动前现金流量净额 偿债倍数(倍)	-1.57	0.56	1.36
现金类资产偿债倍数(倍)	1.56	1.34	3.10

分析员

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

曾祥天

电话 010-85679696-8877

邮箱 zengxiangtian@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

云南铝业股份有限公司(以下简称“云铝股份”或“公司”)是中国有色金属工业协会确定的中国14家重点铝企业之一,主营业务是铝冶炼、铝加工产品的生产和销售。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。

公司主营业务突出,盈利能力较强,目前债务负担重,未来1-2年偿债压力较大;现金类资产较充足,经营活动的现金流量状况较好,经营现金流对本期债券的保护能力强,直接、间接融资渠道畅通。综合看,本期短期融资券到期不能偿付的风险小。

优势

1、公司本部的两条原铝生产线采用了国际先进、国内一流的先进技术,吨铝电耗等指标居国内行业前列,拥有规模优势和技术优势。

2、2006年下半年以来,氧化铝价格快速下降,有利于公司降低生产成本。

3、公司电力成本相对较低,盈利能力较强。

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、公司目前债务负担重,未来1-2年偿债压力较大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与云南铝业股份有限公司（云铝股份）构成委托关系外，联合资信、评估人员与云铝股份不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因云铝股份和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由云铝股份提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 云铝股份 2007 年第 1 期 3 亿元短期融资券信用等级自本期短期融资券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、企业概况

云南铝业股份有限公司（以下简称“云铝股份”或“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14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16万吨的生产能力。截至2006年底，公司拥有云南涌鑫金属加工有限公司（控股比例25.5%，以下简称“涌鑫公司”）和云南润鑫铝业有限公司（控股比例44.2%，以下简称“润鑫公司”）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2006年底，公司共有职工3404人。

截至2006年底，公司（合并）资产总额为556434.18万元，负债总额356772.39万元，少数股东权益14633.65万元，所有者权益185028.14万元。2006年实现主营业务收入672511.26万元，利润总额42518.26万元，现金及现金等价物净增加额56020.10万元。

公司注册地址：云南省昆明市呈贡县。法定代表人：陈智。

二、企业主体长期信用状况

1、产业分析

近年来，随着我国城市化进程的加快，电力、建筑、交通等方面的投资需求增长迅猛，铝消费增长加快。2006年，我国铝的表观消费量为869.31万吨，同比增长29.31%；铝材表观消费量为743.45万吨，同比增长26.77%。2007年一季度，我国的铝及铝材的表观消费量分别达到271.92万吨和185.62万吨，同比增幅分别为42.46%和34.02%。

目前，我国已是世界原铝生产和消费第一大国，原铝生产量和消费量分别占全球的27%和25%左右。

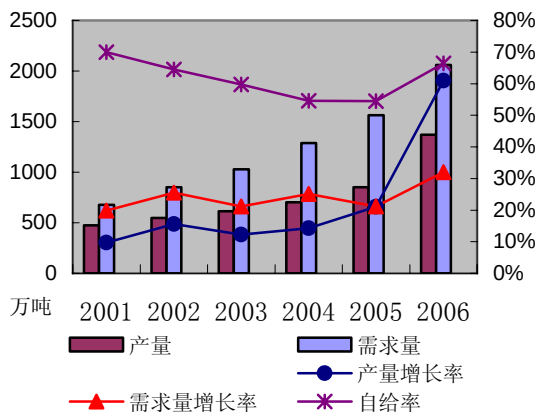
氧化铝供需状况

2001年以来，我国氧化铝需求量增长迅速，年增长率连续6年保持在20%以上。国内氧化铝最主要的生产商是中国铝业股份有限公司（以下简称“中铝公司”），2005年该公司产量占国内全部产量的90%以上。2001~2004年，氧化铝产量也增长较快，但年增长率始终低于需求量年增长率10个百分点左右（见图1），使得氧化铝产品供不应求，价格长期在高位运行。2005年以来，国内大量民间资金投资氧化铝工业，出现了如山东滨州魏桥科技铝业公司、山东信发集团、河南开曼铝业公司、三门峡东方希望铝业公司以及山西晋北铝业公司等一大批非“中铝系”的大型氧化铝企业，使得国内氧化铝产能2006年出现了爆发性增长。截至2006年底，全国共有18家氧化铝生产企业，产能达1855万吨/年，年产量1369.99万吨，同比增长60.98%，其中，产能超过80万吨的企业有9家，产能合计1510万吨，占全国总产能的81.40%。预计2007年底我国氧化铝产能将进一步提升到约2400万吨/年，年产量为1900万吨。与此同时，中铝公司2006年产量占国内全部产量的比重降至

70%，预计2007年将降至50%左右。

随着新建产能的陆续释放，我国氧化铝的进口依赖度呈持续下降趋势。2006年，我国进口氧化铝691.12万吨，同比下降1.5%，占国内总消耗量的37.1%，进口依赖程度比上年减少7.4个百分点。预计至2008年，国内氧化铝产量基本可以满足国内需求。

图1 近年来我国氧化铝产量、需求量及自给率



氧化铝价格走势

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。

2001年以来，全球氧化铝需求量增长迅速，产品供不应求，氧化铝价格从2002年底的不足200美元/吨调整至2006年4月份650美元/吨，上涨幅度达到了250%以上。2006年以来，随着全球氧化铝产能的迅速扩张（新增产能主要来自中国），氧化铝价格快速下跌，国际氧化铝价格从2006年上半年的历史高价650美元/吨下降到年底时的200美元/吨左右，国内现货价也由2006年3月份高点时的6600元/吨一路下滑至年底时的2250元/吨，跌幅高达65.91%。在此情况下，2007年以来，国内主要非“中铝系”氧化铝企业实行限产保价政策，将氧化铝现货价格提高至2800-3000元/吨。在进口氧化铝价格和国内非中铝企业现货报价不断上升的情况下，2007年2月1日，中铝公司将氧化铝现货价格由

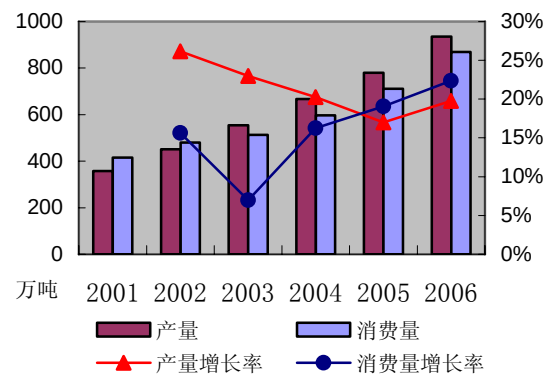
2400元/吨上调至3600元/吨。总体看，国际、国内产能的迅速扩张使得氧化铝价格难以大幅提高，预计未来2~3年将在3000元/吨的水平上下徘徊。

电解铝供需状况

2001年以来，我国电解铝产量增长迅速，其中，2002~2004年连续3年的年增长率保持在20%以上。与此同时，受近年来电力、建筑、交通等方面的投资需求增长等因素影响，电解铝消费量也增长较快，2005年和2006年的年增长率超过了产量年增长率（见图2）。

2006年，我国电解铝产能1200万吨左右，全年产量为935万吨，同比增长了19.8%；2007年1-3月产量为277.1万吨，同比增长了36.6%。据北京安泰科信息开发有限公司统计，国内目前在建电解铝项目累计产能接近450万吨，其中大约有370万吨的产能将在2007年底前建成投产。加上闲置产能的重启，因此预测2007年底电解铝产量将增至1200万吨以上，比2006年增长27.7%，产量增速将超过消费量增速。

图2 近年来我国电解铝产量及消费量



截至2006年底，我国电解铝生产企业的产能排名情况见表1，其中，电解铝产量超过20万吨的企业产量合计440.01万吨，占总产量的47.06%，其中，中铝公司的各地分公司合计产量297.06万吨，占全国总产量的31.77%。

表1 我国电解铝生产企业的产能排名情况

排名	企业	产能 (万吨)	2006年实际产量	
			(万吨)	产量排名
1	青铜峡铝业集团公司	58	55.63	1
2	山东信发集团	56	28.04	8
3	中铝贵州分公司	40	36.27	5
4	河南伊川电力集团	40	40.77	2
5	云南铝业公司	40	37.82	4
6	中铝青海分公司	39	38.22	3
7	霍煤—鸿骏铝业公司	37	-	-
8	山东南山集团	35.6	-	-
9	河南万基铝业公司	34	25.82	-
10	青海桥头铝业集团	33	29.9	6
11	包头希望稀土铝业公司	32	21.75	-
12	河南中孚铝业公司	31	-	-
13	包头铝业公司	30	28.16	7
14	山西华泽铝业	28	27.02	9
15	焦作万方铝业公司	28	23.5	-
16	河南神火铝业集团	27	20.61	-
17	兰州连城铝业	27	26.5	10
18	山西华圣铝业	22	-	-

注：数据来源于《中国铝业》2007年第一期；缺部分企业产量数据

电解铝出口情况及宏观调控措施

2002年开始，我国从电解铝净进口国转变为电解铝净出口国。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年电解铝净出口量达到70.9万吨。

电解铝生产是高耗能产业，2006年1-11月，我国铝锭综合交流电耗为14578千瓦时，相当于生产1吨电解铝约需消耗1.46万度电。电解铝生产的电力消耗占整个有色金属行业的80%左右。电解铝的大量出口加剧了国内电力供应的紧张状况。2005年国家开始对电解铝实施宏观调控，从2005年1月1日起取消对电解铝原有的8%出口增值税退税，同时对其开征5%的出口关税。2006年我国铝锭净出口量为54.8万吨，比2005年有所下降，但仍处于较高水平。

对此，国家进一步加大了调控力度。2006年9月17日，国务院办公厅转发国家发改委制定

的《关于完善差别电价政策的意见》，继续将电解铝列为实行差别电价的高耗能行业，将自焙电解槽列为淘汰类，将2004年5月1日以后建设的电解铝项目（淘汰自焙槽生产能力置换项目及环保改造项目除外）列为限制类，并加大了差别电价实施力度（见表2）。

表2 电解铝差别电价标准（元/千瓦时）

	淘汰类	限制类
现行差别电价标准	0.05	0.02
2006年10月1日起	0.10	0.03
2007年1月1日起	0.15	0.04
2008年1月1日起	0.20	0.05

2006年11月1日，国家将电解铝出口关税由5%上调至15%，氧化铝进口关税由5.5%下调至3%，旨在保护国内铝土矿资源，抑制电解铝出口。2007年4月2日，发改委发布了《国家发展改革委关于进一步贯彻落实加快产业结构调整政策措施遏制铝冶炼投资反弹的紧急通知》；2007年4月9日，发改委和电监会联合发布了《国家发展改革委、国家电监会关于坚决贯彻执行差别电价政策禁止自行出台优惠电价的通知》。两份通知重申了国家近年来的宏观调控政策，强调运用行政的手段，从土地审批、环保检查、融资控制、差别电价等多方面打压铝冶炼行业的盲目建设和落后产能的重启。从文件出台的密集程度和措辞的严厉程度来看，国家调控铝冶炼行业的力度相当的大。我们预计国家将出台更为严厉的调控措施（包括进一步上调出口关税等），并对行业造成短期的压力。

电解铝价格走势

近年来，国内外期货交易所铝价呈一路走高趋势（见表3）。自2006年以来，上海期货交易所（SHFE）原铝价格行情变化基本与伦敦金属期货交易所（LME）同时变动，并且有时会引领价格变动，这说明随着中国原铝生产和需求量在全球原铝市场上的比例增大，中国因素正在成为全球原铝市场价格变动的主要原因。

表 3 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 年平均价	2569	2594	20114	19987
2007 年 1 月	2722	2809	20914	19910
2007 年 2 月	2759	2832	19925	19421
2007 年 3 月	2758	2761	19702	19737
2007 年 4 月	2844	2814	19431	19585

由于自2006 年5 月以后，国际、国内氧化铝价格快速下跌，与此同时，电解铝价格则保持高位运行，使得氧化铝与电解铝价差增加，扩大了电解铝行业的利润空间，短期内铝业利润向下游转移的趋势明显。

铝加工

近年来，我国铝加工材产量呈快速增长态势（见图3）。2006年，我国全年铝材产量814.78万吨，同比增长25.7%；全年累计进口各类铝材68.61万吨，同比增长6%，其中，进口量最大的是板带材，达到48.49万吨，同比增长1.4%；由于很多铝材出口还享受出口退税，一部分电解铝通过粗加工后以铝材的方式出口，导致2006年全年铝材出口总量达到124.02万吨，同比增长74.7%，净出口量达55.41万吨，同比增幅超过700%（见表4）。目前国家有关部门已经开始对此给予关注，很有可能会出台相应的宏观调控政策以减少初级加工铝合金及铝材的出口。

图 3 近年来我国铝材产量

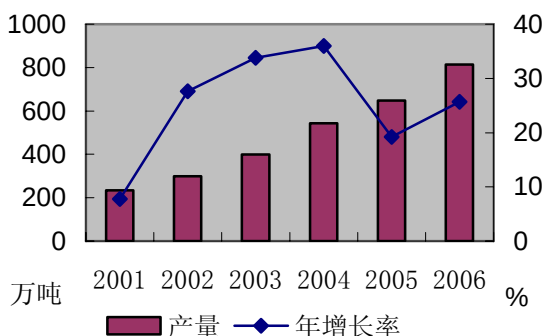


表 4 2005~2006 年我国铝材净出口量比较

	型材类	板带类	箔材类
2005 年	29.76	-30.78	6.11
2006 年	56.88	-22.27	13.03
增加量	27.12	8.51	6.92
净出口同比	91.13%	-27.65%	113.26%

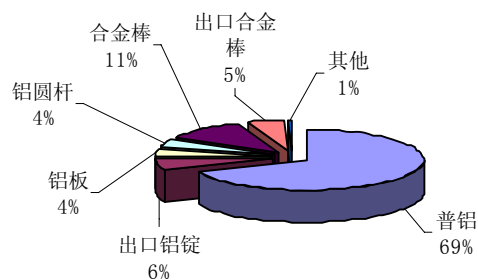
综合评价

总体来看，近年来，铝行业景气度不断提升，生产量和消费量均呈快速增长，行业整体呈产销两旺态势。由于国内铝土矿资源短缺，氧化铝价格波动较为剧烈，因此，具有铝土矿资源优势、上下游产业链完整以及采用铝电联营的企业面临较大的发展空间，而单纯依赖氧化铝或电解铝、铝加工能力弱的企业则面临着较大的市场风险。

2、经营分析

公司专注于铝冶炼及铝加工制品的生产与销售，2006年主营业务收入全部来源于铝产品，其分布见图4，其中，普通铝锭和出口铝锭共实现收入500584.34万元，占公司主营业务收入的74.44%。

图 4 2006 年公司主营业务收入分布



截至2006年底，公司拥有电解铝产能40万吨，其中，本部31.5万吨，公司的两家子公司涌鑫公司和润鑫公司的产能分别为3.5万吨和5万吨。2006年，公司共生产电解铝37.82万吨，较上年增加6.01万吨；生产铝加工产品10.98万吨，较上年增加2.73万吨。公司本部及涌鑫公司、润鑫公司2006年的产量及2007年的计划产量见表5。

表5 公司本部及子公司的产能、产量

单位：万吨

		本部	涌鑫	润鑫	合计
电解铝	产能(2006年底)	31.5	3.5	5	40
	2006年产量	29.02	3.32	5.56	37.82
	2007年计划产量	31.5	3.6	5.4	40.5
铝加工	2006年产量	9.81	1.17	-	10.98
产品	2007年计划产量	10.8	4	-	14.8

润鑫公司为公司2006年新投资子公司，截至2006年底，公司对润鑫公司持股比例为44.22%。润鑫公司位于云南省个旧市，拥有电解铝产能5万吨/年，其生产线于2002年投产，但经营状况一直不理想。根据相关协议，由公司全面负责其生产经营和财务管理工作，形成实际控制。

2006年，公司的电解铝产品出口3万吨左右，留作深加工12万吨左右，其余的全部国内销售。公司实行以销定产的策略，产销率在99%以上。

2006年，公司采购氧化铝74万吨左右，其中95%从国外进口，公司有着稳定的采购渠道和长期的采购合作关系。

2006年，公司原铝生产综合交流电耗为13643千瓦时/吨铝，远低于全国平均水平，在行业中处于领先地位。2006年，公司全年平均生产用电价格（含税）约为0.375元/度，公司目前电费消耗控制在总成本的32~35%。

2006年4月27日，公司三届十七次董事会审议通过《关于投资开发文山州铝土矿资源进程的预案》，公司计划出资5390万元（占出资总额的55%），与云南冶金集团总公司等其它3个股东共同开发文山州增内的铝土矿资源，建设年产能为80万吨的氧化铝生产线。该项目预计投资总额40亿元左右。2006年，该项目取得了如下进展：

- (1) 确定了氧化铝厂址；
- (2) 完成了项目可行性研究及方案设计工作；
- (3) 已取得21个探矿权，并开展了不同程

度的地质活动；

(4) 完成主要设备的考察，并与生产厂家进行了技术交流。

此外，土地征用、采矿许可证办理、环境影响评价工作正在进行中，厂区工程地质勘查、场地平整、项目申请报告编制上报工作正如期进行。预计该项目2007年年内可获得国家发改委批文并正式开工建设，2008年投产。该项目的实施有利于公司控制铝土矿资源并向上游拓展产业链，对公司具有重大的战略意义。

2007年1月16日，公司第三届董事会第二十次会议通过《关于进行“8万吨高强度、宽幅硬质铝合板带”工艺创新与产品开发项目建设的预案》。该项目总投资不超过9亿元，项目建设期18个月。目前，该项目正在办理立项手续。该项目的实施有利于公司向下游拓展产业链，投产后公司本部将形成18~20万吨铝产品的年加工能力。

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5月份以来，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。

总体看，公司目前资产质量较好，主营业务突出，盈利能力较强，经营活动的现金流量状况较好，债务负担重，偿债能力较强。综合看，公司整体信用风险较小。

经联合资信评定，公司主体长期信用等级维持为AA⁻，评级展望稳定。

三、企业主体短期信用分析

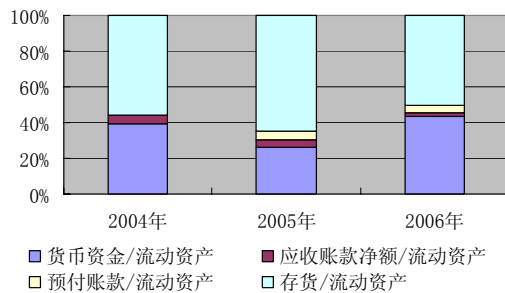
1、资产流动性分析

近三年，公司流动资产占资产总计的比重分别为28.85%、33.00%和38.79%。总体看，公司资产以固定资产为主，总资产流动性一般。

公司流动资产以存货和货币资金为主，截至2006年底，上述两类资产占公司流动资产总

额的比重分别为49.67%和43.03%。

图5 2004年-2006年公司流动资产构成变化



截至2006年底，公司应收账款合计1374.39万元，比上年减少48.01%，主要原因是款项收回所致，数额不大。其中，账龄在1年以内的占60.12%，6年以上的占32.79%。截至2006年底，公司应收账款中无持有公司5%以上股份的股东欠款。公司已提取坏账准备586.51万元，计提较为充分。

截至2006年底，公司其他应收款合计3986.11万元，比上年减少15.47%，主要原因是期货保证金减少所致。其中，账龄在1年以内的占87.90%，1-2年的占10.33%。公司其他应收款主要为期货保证金，占其他应收款合计的87.60%。截至2006年底，公司应收账款中无持有公司5%以上股份的股东欠款。公司已提取其他应收款坏账准备112.69万元（公司对期货保证金未计提坏账准备），计提较为充分。

截至2006年底，公司存货合计108047.45万元，其中，原材料、辅料、在产品和库存商品分别占比45.27%、6.04%、19.78%和28.90%，原材料占比较大。从目前国际、国内铝市场行情来看，库存商品和在产品的价格呈上涨趋势，变现能力比较强，氧化铝等原材料近期可能会出现一定的跌价损失。公司对存货已提取跌价准备844.98万元。

总体来看，公司流动资产质量较好，流动性一般。

2、流动资金需求分析

从公司的债务构成来看，近三年，公司负

债总额年均增长19.72%，2006年底达到356772.39万元；流动负债、长期负债年均增长率分别为29.55%和11.16%，2006年底分别达到186585.08万元和170187.30万元，占负债总额的比重分别为52.30%和47.70%，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，2006年底占流动负债的比重分别为22.25%、11.79%、14.92%；长期负债以长期借款为主，2006年底占比84.43%。

截至2006年底，公司流动负债合计比2005年底增长36.34%，是因为2006年度公司发行了两期短期融资券导致其他流动负债合计增加6亿元；长期负债合计比2005年底增长10.46%；负债合计比2005年底增长28.22%，增长较快。

2006年底公司的营运资金为29246.12万元，较2005年底15144.85万元增加了14101.27万元，最近三年公司的营运资金年均增长82.90%，资金周转有了非常大的改善，但营运资金占流动资产的比例最近三年的加权平均值为11.22%，营运资金比例依然偏低，公司对流动资金的需求预计将进一步增长。

3、现金流分析及预测

近三年，随着公司经营规模的扩大，经营活动产生的现金流入量和流出量均增长较快，年平均增长率分别为79.45%和71.23%。2004年，公司经营活动产生的现金流量净额为-2778.22万元，主要是为了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所致。2006年，公司经营活动产生的现金流量净额为59645.16万元。

近三年，公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，其中2004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-44461.48万元。2005年、2006年由于技改工程完工，净流出绝对值较2004年有所减小，分别为-22910.16万元和-18745.22万元。目前公司的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。

近三年，公司筹资活动产生的现金流入量和流出量均增长较快，年平均增长率分别为32.40%和89.91%。现金流入以借款所收到的现金为主，2006年其占比为98.02%；现金流出以偿还债务和分配股利或利润为主，2006年其占比分别为84.03%和15.73%。2006年，公司筹资活动产生的现金流量净额为15120.16万元。

整体看，公司现金流状况较好。

表6是公司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。由于上述文山州铝土矿项目投资数额较大，且尚未获得政府部门正式批文，存在一定的不确定性，因此，表6中未考虑该项目带来的影响。待该项目正式获批后，公司将筹划专项筹资方案。考虑到行业的整体发展趋势和公司的发展规划，我们认为表6预测实现的可能性大。

表 6 公司 2007 年~2009 年现金流量预测表

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年
一、经营活动			
现金流入	807300	830700	900900
现金流出	744445	755700	797500
现金净流量	62855	75000	103400
二、投资活动			
现金流入	0	0	0
现金流出	60468	30000	40000
现金净流量	-60468	-30000	-40000
三、筹资活动			
现金流入	140000	145000	120000
现金流出	148000	187000	160000
现金净流量	-8000	-42000	-40000
四、现金及等价物净增额	-5613	3000	23400

4、短期偿债能力分析

近三年，公司流动比率逐步提高，速动比率则是先降后升，2006年底两项指标分别为115.67%和58.22%，短期支付能力虽较前两年有所提高，但指标仍然偏低。

近三年，公司的全部资本化比率和资产负

债率有所增长，2006年底分别为57.87%和64.12%。总体看，公司债务负担重。

近三年，公司EBITDA利息倍数有所下降，2006年为5.39倍；债务保护倍数先降后升，2006年为0.19倍，公司对整体债务的保护能力较好。

近三年，公司经营现金流动负债比率分别为-2.50%、28.94%和31.97%，呈稳定增长趋势，说明公司经营活动产生的现金流净额对流动负债的保护能力增强。

近三年，公司现金收入比率分别为100.32%、107.91%和112.23%，公司收入的实现质量逐步改善；利润现金比率分别为-12.51%、237.73%和140.28%，公司利润的实现质量较好。

截至2006年底，公司未对外提供担保，或有负债风险小。

四、短期融资券概况

公司计划于2007年6月发行2007年第1期3亿元短期融资券，期限为365天。本期短期融资券主要用于满足公司生产经营流动资金的需求及偿还部分银行的借款。本期短期融资券无担保。

公司于2006年5月30日发行了2006年第1期短期融资券3亿元（“06云铝CP01”），将于2007年5月30日到期。

公司于2006年12月20日发行了2006年第2期3亿元短期融资券（“06云铝CP02”），将于2007年12月20日到期。

五、短期融资券发行后对企业现有债务的影响

本期短期融资券占公司2006年底短期债务的22.98%。以公司2006年底财务数据推算，考虑到届时“06云铝CP01”已到期兑付的因素，本期短期融资券的发行对公司的债务负担影响不大。

六、本期短期融资券偿债能力

近三年，公司现金类资产偿债倍数增长较快，2006 年底为 3.10 倍。截至 2006 年底，公司货币资金为 92879.93 万元，比上年增长 135.98%。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。

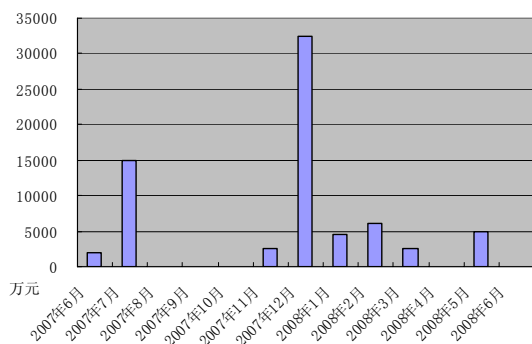
根据表 6 预测，公司 2008 年经营活动产生的现金流入为 830700 万元，是本期短期融资券额度的 27.69 倍；2008 年经营活动产生的现金流量净额为 75000 万元，是本期短期融资券额度的 2.5 倍。公司经营获现能力对本期短期融资券的保护能力较强。

截止 2006 年底，公司的长期借款合计 150684 万元，其偿还期限分布见表 7。公司 2007 年 6 月至 2008 年 6 月的短期债务分布见图 6，其中，2007 年 12 月应偿还的债务中包括“06 云铝 CP02”。从公司目前的长短期债务期限分布来看，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，不利于本期短期融资券的偿还。

表 7 长期借款统计表

还款期限	借款金额（万元）
2007 年	7000
2008 年	122000
2009 年~2010 年	16800
2011 年~2015 年	0
2016 年及以后	4884
合 计	150684

图 6 2007 年 4 月至 2008 年 3 月的短期债务分布



七、备用支持

公司为 A 股上市公司，直接融资渠道较畅通。截止 2006 年底，公司已获得商业银行授信额度 439800 万元，尚余未使用额度 192336 万元，公司间接融资渠道畅通。

八、综合评价

公司是中国有色金属工业协会确定的中国 14 家重点铝企业之一，主营业务是铝冶炼、铝加工产品的生产和销售，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。2006 年下半年以来，氧化铝价格快速下降，有利于公司降低生产成本。目前电解铝属于产能过剩的行业之一，国家对电解铝行业的宏观调控政策对行业构成短期压力。

总体看，公司主营业务突出，盈利能力较强，目前债务负担重，未来 1-2 年偿债压力较大；现金类资产较充足，经营活动的现金流量状况较好，经营现金流对本期债券的保护能力强，直接、间接融资渠道畅通。综合看，本期短期融资券到期不能偿付的风险小。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	46785.29	39359.83	92879.93	40.90
短期投资	0.00	0.00	0.00	-
减：短期投资跌价准备	0.00	0.00	0.00	-
短期投资净额	0.00	0.00	0.00	-
应收票据	0.00	771.38	156.00	-
应收股利	0.00	0.00	0.00	-
应收利息	0.00	0.00	0.00	-
应收账款	1225.21	1845.01	787.87	-19.81
其他应收款	4603.41	4691.76	3873.42	-8.27
减：坏账准备	0.00	0.00	0.00	-
应收账款净额	5828.62	6536.77	4661.29	-10.57
预付账款	344.32	7210.95	9387.35	422.15
应收补贴款	0.00	0.00	0.00	-
存货	66912.22	97999.61	107202.47	26.58
减：存货跌价准备	0.00	0.00	0.00	-
存货净额	66912.22	97999.61	107202.47	26.58
待摊费用	48.03	116.53	1544.17	467.02
待处理流动资产净损失	0.00	0.00	0.00	-
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00	-
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	-
流动资产合计	119918.48	151995.07	215831.21	34.16
长期投资				-
长期股权投资	726.73	726.73	726.73	0.00
长期债权投资	0.00	0.00	0.00	-
长期投资合计	726.73	726.73	726.73	0.00
减：长期投资减值准备	0.00	0.00	0.00	-
长期投资净额	726.73	726.73	726.73	0.00
合并价差	0.00	0.00	3286.41	-
固定资产				-
固定资产原值	334818.85	360973.17	421121.54	12.15
减：累计折旧	52725.72	70138.75	98543.33	36.71
固定资产净值	282093.13	290834.42	322578.21	6.94
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00	-
固定资产净额	282093.13	290834.42	322578.21	6.94
工程物资	231.04	1804.77	481.99	44.44
在建工程	0.00	2966.94	4505.37	-
固定资产清理	2933.40	2899.71	0.00	-100.00
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00	-
固定资产合计	285257.57	298505.83	327565.57	7.16
无形资产及其他资产				-
无形资产	6441.58	6385.42	6226.42	-1.68

开办费	0.00	0.00	0.00	-
长期待摊费用	3246.29	3022.07	2797.84	-7.16
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	-
无形资产及其他资产合计	9687.87	9407.49	9024.26	-3.49
递延税项				-
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	-
资产总计	415590.65	460635.13	556434.18	15.71

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	58020.00	55720.00	41520.00	-15.41
应付票据	18000.00	26000.00	22000.00	10.55
应付帐款	14704.68	39472.85	27841.23	37.60
预收帐款	1635.94	3620.90	7338.55	111.80
代销商品款	0.00	0.00	0.00	-
应付工资	3281.39	3714.20	3874.30	8.66
应付福利费	1032.06	1015.59	724.69	-16.20
应付股利	0.00	0.00	0.00	-
应交税金	5128.61	3725.82	5385.51	2.47
其他应付款	180.05	130.01	27.58	-60.86
其他应付款	3657.55	3040.17	10360.48	68.30
预提费用	535.89	410.67	512.74	-2.18
一年内到期的长期负债	5000.00	0.00	7000.00	18.32
其他流动负债	0.00	0.00	60000.00	-
流动负债合计	111176.17	136850.22	186585.08	29.55
长期负债				-
长期借款	133684.00	151922.81	143684.00	3.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款	0.00	0.00	24714.17	-
专项应付款	4040.94	2154.00	1789.13	-33.46
住房周转金	0.00	0.00	0.00	-
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	-
长期负债合计	137724.94	154076.81	170187.30	11.16
递延税项				-
递延税项贷款	0.00	0.00	0.00	-
负债合计	248901.11	290927.03	356772.39	19.72
少数股东权益	0.00	5273.79	14633.65	-
所有者权益				-
实收资本	54600.00	54600.00	54600.00	0.00
资本公积	77253.01	77259.15	77493.15	0.16
盈余公积	17544.55	20972.05	24287.23	17.66
其中：公益金	3767.33	4452.92	0.00	-100.00
未分配利润	17291.99	11603.11	28647.76	28.71
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	-
所有者权益合计	166689.55	164434.31	185028.14	5.36
负债及所有者权益合计	415590.65	460635.13	556434.18	15.71

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	231062.48	453312.51	672511.26	70.60
减: 折扣与折让	0.00	0.00	0.00	-
主营业务收入净额	231062.48	453312.51	672511.26	70.60
减: 主营业务成本	197974.64	407865.31	587507.30	72.27
主营业务税金及附加	266.76	2470.59	2426.19	201.58
二、主营业务利润	32821.09	42976.61	82577.78	58.62
加: 其他业务利润	3225.34	234.23	-53.86	-
减: 存货跌价损失	0.00	0.00	0.00	-
营业费用	4387.93	7846.68	10123.09	51.89
管理费用	9199.48	11243.95	15841.33	31.22
财务费用	4174.00	8190.14	14978.72	89.44
三、营业利润	18285.02	15930.07	41580.78	50.80
加: 投资收益	6153.89	791.14	413.58	-74.08
期货收益	0.00	0.00	0.00	-
补贴收入	0.00	0.00	0.00	-
营业外收入	115.89	34.48	753.27	154.95
减: 营业外支出	2344.76	96.05	229.36	-68.72
其他支出	0.00	0.00	0.00	-
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	-
四、利润总额	22210.05	16659.64	42518.26	38.36
减: 所得税	3315.55	2527.23	5471.64	28.46
减: 少数股东损益	0.00	13.79	5766.80	-
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	-
五、净利润	18894.50	14118.63	31279.83	28.67
加: 年初未分配利润	1231.66	17291.99	11603.11	206.93
盈余公积转入数	0.00	0.00	0.00	-
减: 合资企业提取奖福基金	0.00	0.00	0.00	-
其他调整因素	0.00	0.00	0.00	-
六、可供分配的利润	20126.16	31410.61	42882.94	45.97
减: 提取法定盈余公积	1889.45	1371.19	3315.18	32.46
提取法定公益金	944.73	685.59	0.00	-100.00
七、可供股东分配的利润	17291.99	29353.83	39567.76	51.27
减: 应付优先股股利	0.00	0.00	0.00	-
提取任意盈余公积	0.00	1370.72	0.00	-
应付普通股股利	16380.00	16380.00	10920.00	-18.35
转作股本的普通股股利	0.00	0.00	0.00	-
其他	0.00	0.00	0.00	-
八、未分配利润	911.99	11603.11	28647.76	460.47

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	231805.66	489173.37	754771.11	80.45
收到的租金	0.00	0.00	0.00	-
收到的税费返还	1352.00	27.06	1180.06	-6.58
收到的其他与经营活动有关的现金	1797.87	347.11	683.61	-38.34
现金流入小计	234955.53	489547.54	756634.77	79.45
购买商品、接受劳务支付的现金	205071.11	390786.35	632491.58	75.62
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
支付给职工以及为职工支付的现金	14860.56	18422.57	23155.74	24.83
支付的各项税费	12549.41	36165.25	35922.44	69.19
支付的其他与经营活动有关的现金	5252.67	4567.99	5419.85	1.58
现金流出小计	237733.75	449942.17	696989.61	71.23
经营活动产生的现金流量净额	-2778.22	39605.37	59645.16	-
				-
二、投资活动产生的现金流量				-
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	-
取得投资收益所收到的现金	54.78	7.67	4.85	-70.24
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	-79.88	54.20	-4.55	-76.15
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	3033.72	-
现金流入小计	-25.10	61.87	3034.03	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	43936.37	16472.03	16389.25	-38.92
投资所支付的现金	500.00	6500.00	5390.00	228.33
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	-
现金流出小计	44436.37	22972.03	21779.25	-29.99
投资活动产生的现金流量净额	-44461.48	-22910.16	-18745.22	-35.07
				-
三、筹资活动产生的现金流量				-
吸收权益性投资所收到的现金	0.00	4000.00	0.00	-
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	-
借款所收到的现金	91704.00	119330.00	174834.00	38.08
收到的其他与筹资活动有关的现金	10052.25	517.82	3532.61	-40.72
现金流入小计	101756.25	123847.82	178366.61	32.40
偿还债务所支付的现金	25000.00	121090.88	137180.00	134.25
发生筹资费用所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
分配股利或利润所支付的现金	19983.35	26797.98	25684.80	13.37
偿付利息所支付的现金	0.00	2579.64	0.00	-
融资租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
减少注册资本所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
支付的其他与筹资活动有关的现金	282.31	0.00	381.65	16.27
现金流出小计	45265.65	150468.49	163246.45	89.91
筹资活动产生的现金流量净额	56490.59	-26620.67	15120.16	-48.26
				-
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	-
				-
五、现金及现金等价物净增加额	9250.90	-9925.46	56020.10	146.08

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务	0.00	0.00	0.00	-
以投资偿还债务	0.00	0.00	0.00	-
以固定资产进行长期投资	0.00	0.00	0.00	-
以存货偿还债务	0.00	0.00	0.00	-
融资租赁固定资产	0.00	0.00	0.00	-
				-
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				-
净利润	18894.50	14118.63	31279.83	28.67
加: 少数股东损益	0.00	13.79	5766.80	-
计提的坏帐准备或转销的坏帐	2209.66	220.04	-199.01	-
固定资产折旧	13129.78	17721.43	21762.27	28.74
无形资产摊销	65.85	188.37	196.88	72.92
长期待摊费用摊销	44.89	224.23	224.23	123.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	20.86	68.42	220.78	225.32
待摊费用减少(减:增加)	-41.41	-68.50	-1361.76	473.48
预提费用增加(减:减少)	16.23	-125.22	102.07	150.80
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	-
财务费用	4174.00	8461.44	14522.16	86.53
投资损失(减:收益)	-6153.89	-791.14	360.31	-
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	-
存货的减少(减:增加)	-22010.42	-31087.39	-162.49	-91.41
经营性应收项目的减少(减:增加)	-866.72	1646.48	5627.31	-
经营性应付项目的增加(减:减少)	-12261.54	29014.80	-18694.21	23.48
其他	0.00	0.00	0.00	-
经营活动产生的现金流量净额	-2778.22	39605.37	59645.16	-
				-
三、现金及现金等价物净增加情况				-
货币资金的期末余额	46785.29	36859.83	92879.93	40.90
减: 货币资金的期初余额	37534.40	46785.29	36859.83	-0.90
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	-
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	-
				-
现金及现金等价物净增加额	9250.90	-9925.46	56020.10	146.08

附件 4 公司合并财务报表主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	202.82	236.00	377.79	300.26
存货周转次数(次)	3.54	4.95	5.73	5.06
总资产周转次数(次)	0.60	1.03	1.32	1.09
盈利能力				
主营业务利润率(%)	14.20	9.48	12.28	11.82
总资本收益率(%)	6.10	5.59	9.71	7.75
净资产收益率(%)	11.34	8.59	16.91	13.30
财务构成				
长期资本化比率(%)	44.51	47.24	41.85	44.00
全部资本化比率(%)	56.29	57.93	57.87	57.57
资产负债比率(%)	59.89	63.16	64.12	62.98
偿债能力				
流动比率(%)	107.86	111.07	115.67	112.73
速动比率(%)	47.68	39.46	58.22	50.48
EBITDA 利息倍数(倍)	9.11	5.13	5.39	6.05
债务保护倍数(倍)	0.15	0.14	0.19	0.17
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.22	0.07	0.15	0.05
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-10.81	1.98	2.77	-0.18
现金流				
现金收入比(%)	100.32	107.91	112.23	108.55
利润现金比率(%)	-12.51	237.73	140.28	138.96
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	-47239.70	16695.21	40899.94	-

附件 5 有关指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额 / (平均应收账款 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额 / 平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 少数股东损益 + 利息支出) / (股东权益 + 少数股东权益 + 长
净资产收益率	净利润 / 股东权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额 / 利润总额 × 100%
债务结构指标	
资产负债比率	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 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
担保比率	担保余额 / (股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
债务保护倍数	(净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
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%
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 / 利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出 + 当年应偿还的债务本金)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期短期融资券到期偿还额
现金类资产偿债倍数	(货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 本期短期融资券到期偿还额

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

营运资金 = 流动资产 - 流动负债

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

短期融资券信用等级的定义

短期债信用等级的设置采用 6 级制，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

A-1 级：还本付息能力最强，安全性最高；

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高；

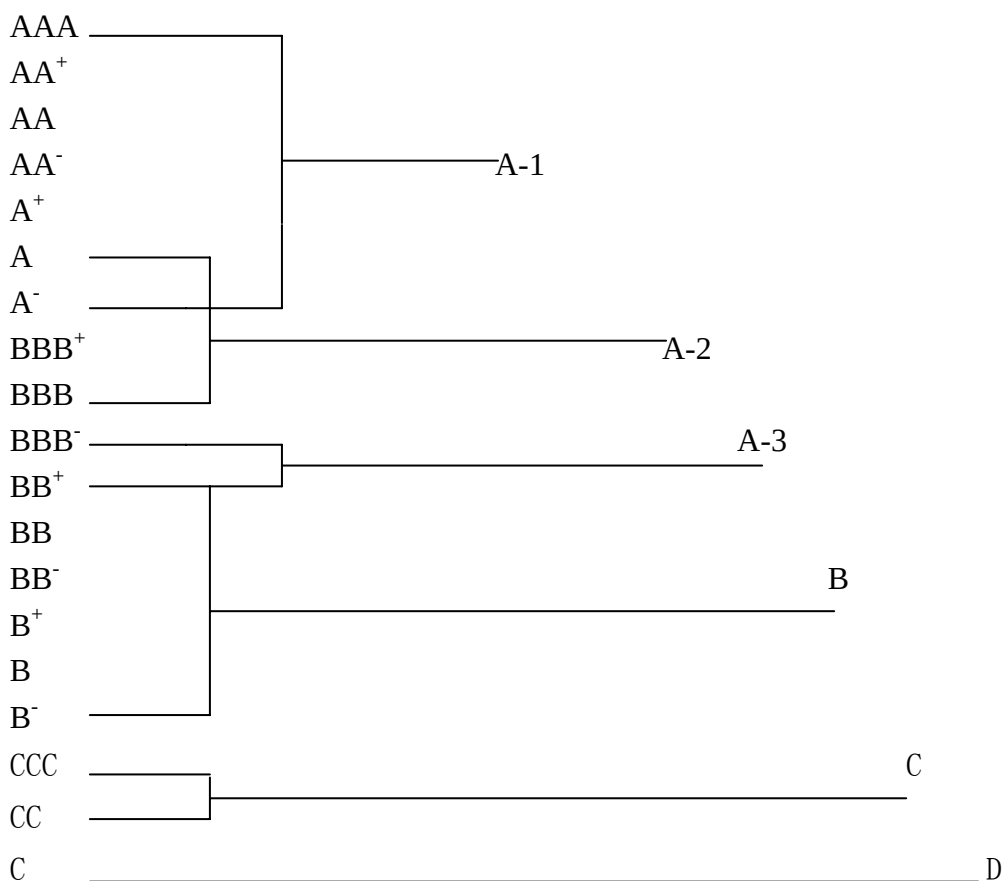
A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响；

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险；

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高；

D 级：不能按期还本付息。

长、短期债信用等级的对应关系



关于云南铝业股份有限公司 2007 年第一期 3 亿元短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期短期融资券发行后第 6 个月进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

云铝股份应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。云铝股份如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注云铝股份的经营管理状况及本期债券的相关信息,如发现云铝股份出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如云铝股份不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至云铝股份提供相关资料。

在跟踪评级过程中,如本期债券信用等级发生变化调整时,联合资信将在本公司网站予以公布,同时出具跟踪评级报告报送云铝股份、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零七年五月二十三日

