跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2201 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持晟通科技集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“07晟通债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

晟通科技集团有限公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁻　　评级展望：正面

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
07 晟通债	5 亿元	2007/12/24-2017/12/24	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 8 月 30 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	9.69	12.14	3.62
资产总额(亿元)	137.93	146.49	119.45
所有者权益(亿元)	57.11	61.32	47.65
短期债务(亿元)	46.13	47.34	32.03
全部债务(亿元)	71.67	74.43	61.59
营业收入(亿元)	82.79	85.03	56.27
利润总额 (亿元)	7.18	6.98	3.90
EBITDA(亿元)	12.91	12.35	9.74
经营性净现金流(亿元)	9.60	9.89	14.65
营业利润率(%)	20.15	20.43	23.38
净资产收益率(%)	10.95	10.50	7.32
资产负债率(%)	58.60	58.14	60.11
全部债务资本化比率(%)	55.66	54.83	56.38
流动比率(%)	107.99	106.86	165.41
全部债务/EBITDA(倍)	5.55	5.82	6.33
EBITDA 利息倍数(倍)	4.11	4.00	3.13
经营现金流动负债比(%)	17.37	16.31	31.99

注：1. 2015 年现金类资产已剔除使用受限部分；
2. 长期应付款中的融资租赁款已计入上表中的全部债务。

分析师

王 慧　张 钰
lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

晟通科技集团有限公司（以下简称“公司”）是国内规模较大的铝产品加工企业之一，具备较强的研发能力，产品质量高。跟踪期内，公司调整产品结构，加快推进铝深加工产品终端化，进一步提升产品竞争力和盈利能力，将子公司湖南创元铝业有限公司（以下简称“创元铝业”）剥离，不再进行毛利率较低的铝锭三方贸易业务，减少了铝棒、铝锭等初级产品的产销量，受此影响，公司收入、利润规模和所有者权益大幅下降，但主业盈利能力略有上升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，行业产能过剩、铝价下跌等因素给公司经营带来的不利影响。

未来，随着产品终端化的推进及新增产能的释放，公司盈利能力有望进一步提高。

公司发行的“07晟通债”由中国建设银行股份有限公司（以下称“建设银行”）提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，建设银行主体长期信用等级为AAA，显著提高了“07晟通债”本息偿还的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“07晟通债”AAA的信用等级。

优势

1. 公司系国内主要的铝加工企业之一，研发能力较强，产品质量高，产品具有一定的知名度。
2. 跟踪期内，公司进一步开拓高端产品，主业盈利能力略有提升。
3. 公司EBITDA及经营活动现金流对“07晟通债”保障程度强。
4. 建设银行的担保显著提升了“07晟通债”本息偿还的安全性。

关注

1. 中国铝土资源对外依存度大，而中国铝加工行业集中度低，议价能力弱，目前全行业产能过剩情况较为严重。
2. 子公司创元铝业剥离后，公司收入、利润规模和所有者权益均大幅下降。
3. 跟踪期内，公司期间费用对利润形成侵蚀，对期间费用的控制水平有待加强。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与晟通科技集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与晟通科技集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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。

三、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，未因晟通科技集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由晟通科技集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于晟通科技集团有限公司主体长期信用及存续期内“07 晟通债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业概况

晟通科技集团有限公司（以下称“公司”或“晟通科技”）原名湖南晟通科技集团有限公司，是由湖南五强产业集团股份有限公司（以下简称“五强集团”）、湖南友元实业股份有限公司（以下简称“友元实业”）等五家公司共同组建的有限责任公司，2013年3月更为现名。经多次增资扩股及股权转让，截至2015年底，公司注册资本20亿元，其中，友元实业持股30%，五强集团持股70%，李瑞师为公司实际控制人。

公司的主营业务为铝精深加工产品的生产和销售，目前在湖南省长沙市和常德市分别拥有1600亩“晟通工业园”和2600亩“常德工业园”，是湖南省最大的铝精深加工生产企业，拥有年产20万吨高精板带箔、10万吨精密铝型材、20万吨铸轧卷、10万吨熔铸锭的生产能力，拥有1万台轻量化汽车，2万吨绿色建筑铝模板。截至2016年3月底，公司有9家二级全资子公司，2家二级控股子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额119.45亿元，所有者权益47.65亿元（含少数股东权益0.46亿元）；2015年实现营业收入56.27亿元，利润总额3.90亿元。

公司注册地址：长沙市望城区金星路109号；法定代表人：李瑞师。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充

贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于铁的金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高，属于典型的需求驱动的周期性行业。

铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，中国现已成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国，但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝价波动较大。铝加工行业则处于产业链终端，在国民经济持续较快增长的拉动下，中国铝材消费量不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于电解铝，中国铝材市场总体保持供求平衡，但也存在产品结构不合理，结构性产能过剩等问题。

得益于中国城镇化建设和工业化进程持续加快，未来一定时期内铝产品的消费需求仍将较为旺盛，但消费结构将面临一定调整。受铝土矿对外依存度大和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。因此，结合电解铝和铝加工的一体化企业通常具备较强的盈利能力和抗市场波动能力。

2. 上游原材料情况

铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占35%-40%，用电成本约占40%-45%。由于电价相对刚性，中短期变化不大。因此，在电价稳定的前提下，原铝的供给主要受铝土矿价格波动影响。

根据美国地质调查局（USGS）数据，全球铝土矿储量约283亿吨，储采比高达130倍左右，主要集中在几内亚、澳大利亚、巴西三大巨头，合计储量占全球的57%。中国铝土矿资源仅占全球总储量的3%左右，但产量却占全球总产量的17%左右，静态储采比仅有21年，资源储量与开采量的匹配极不合理，供给已经非常紧张。

由于中国氧化铝生产大部分依赖进口铝土矿，近年来，随着氧化铝产量的增长，国内氧化铝企业对进口铝土矿的依赖程度进一步加大，目前中国所需铝土矿约60%来自进口，而源自印尼的进口量占进口总量的比重达到60%~70%。根据海关总署数据，2013年，中国铝土矿进口总量为7007万吨，同比增加78.7%，迅猛增长，主要由于印尼表示2014年将限制原矿出口，国内企业增加备货以及印尼矿商加大出口力度所致。与此同时，国内铝土矿进口来源国还增加了加纳、几内亚、圭亚那、斐济以及巴西。自印尼宣布禁令以来，中国铝企业就采取多种手段将铝土矿进口来源多元化，包括

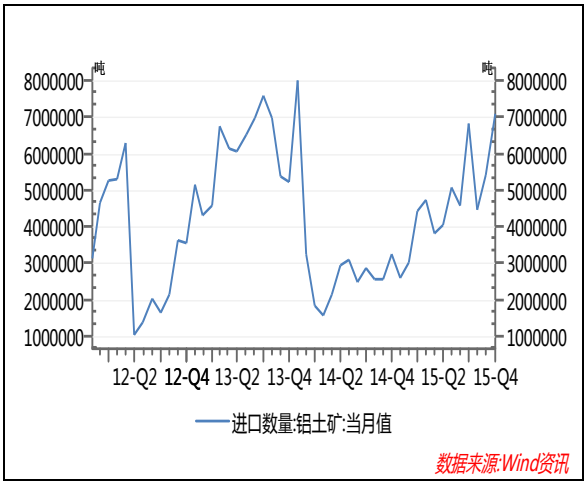
拓宽印尼以外的进口原材料渠道、利用在印尼建设精炼厂（由于印尼政府规定如果在当地具有氧化铝生产能力的厂商，可以继续出口氧化铝）的方式来换取铝的出口配额等，显示出我国氧化铝企业更加多元化的进口策略，避免因一国的供应不足或限制，影响氧化铝生产。2014年，中国铝土矿进口量为3628万吨，下降幅度较大。

2015年下半年开始，中国铝土矿库存逐渐耗尽，进口需求大增。2015年1-11月份中国铝土矿进口量达到4899.4万吨，较去年同期增长47.2%，去年同期为3328.4万吨。中国海关总署公布2015年12月，中国进口铝土矿710.67万吨，创23个月新高。

从进口区域看，马来西亚、澳大利亚和印尼是中国进口铝土矿的主要产区。2015年，中国自马来西亚进口铝土矿继续保持增长势头，11月份马来西亚铝土矿进口量达到254.04万吨，环比增长16.87%，而1-11月份马来西亚铝土矿进口总量达到2069.4万吨，同比增长698%。主要由于马来西亚铝土矿为三水铝石且品位好、开采成本和海运费用低，今年以来成为我国铝土矿进口的重要补给地，但是马来西亚铝土矿储量有限，因此，相对而言，澳大利亚及印度铝土矿进口延续性要好于马来西亚铝土矿。目前澳大利亚及印度铝土矿进口保持稳定增长，今年前11月份澳大利亚铝土矿进口总量为1754.6万吨，同比增长27%，而前11月份印度铝土矿进口总量达到685.1万吨，同比增长51%。根据已勘探的储量推算，澳大利亚及印度铝土矿使用年限能够持续几十年至上百年，而马来西亚铝土矿使用年限或仅有几年而已。

未来，中国铝土矿对外依存度仍将继续维持较高水平，未来国际铝土矿价格的走高将使中国铝冶炼加工企业面临较大成本压力。

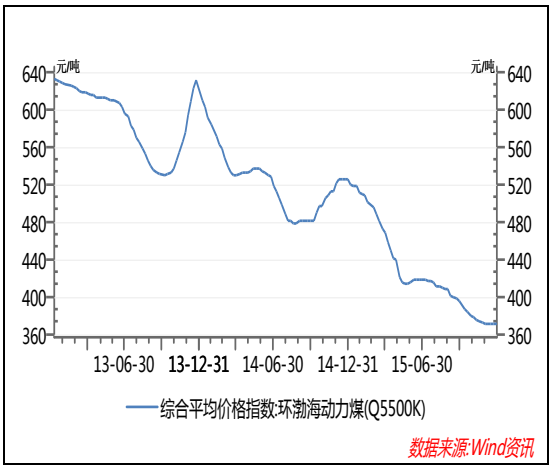
图1　2012年以来中国铝土矿进口量（单位：吨/月）



数据来源：Wind资讯

煤炭作为电解铝的间接原材料，对电铝一体化企业的影响较大。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。截至2014年12月31日，中国环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格为525元/吨，较2012年12月26日的634元/吨下降约17.19%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。2015年以来煤炭价格较2014年继续下跌，截至2016年5月4日，中国环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格为389元/吨。

图 2　综合平均价格指数：环渤海动力煤（Q5500K）



数据来源：Wind资讯

3. 市场供求情况

产品供给情况

电解铝方面，中国原铝产量约占全球40%，近年来国际原铝产量的增长主要来自中国。中国电解铝行业产能连续多年存在产能过剩问题。2013年，中国电解铝产能继续增长，产能达3032万吨，产量为2204.61万吨，同比增长9.65%；至2014年，中国电解铝产能增长至3525万吨，现有的产能明显超过“十二五”规划提出的2015年底保有电解铝2500万吨产能的规划，产量为2438.20万吨，同比增长7.69%。2015年，中国电解铝产量合计2664.7万吨，同比增长9.29%。从铝上市公司公布的业绩来看，受整体宏观经济形势影响，行业内企业亏损情况有所加剧，但与此相反的是中国新增产能的规划和建设、原有产能的恢复仍在进行。截至2016年3月底，中国电解铝累计产量262万吨，累计同比增长2.22%。

总体看，全球经济增长的不确定性和中国经济增速的放缓并未对中国原铝产量增长构成较大影响，中短期内供过于求的市场态势不会改变。

铝材方面，铝材产品主要包括工业型材、建筑型材、热冷轧铝板带、箔材等。其中建筑型材主要用于建筑门窗、幕墙等；工业型材主要用于航天航空、军工、轨道交通、汽车、集装箱、机械和电子等领域；铝板带材主要用于印刷业（PS/CTP 版基）、罐体罐盖料、建筑装饰板等；铝箔主要用于药品、烟草、食品包装和铝电解电容器等。根据有色金属协会统计，目前中国铝材产品结构以型材为主，约占50%左右，其次为板带箔材，约占30%，其余为铸压件。

近年来，随着国内固定资产投资的波动，对铝材需求亦随之波动。2012年，汽车、房地产、建筑等主要铝材消费行业需求不振，主要铝型材生产企业开工率普遍下降，中国铝材产量增速相比2011年大幅下滑，为15.90%。2013年，受房地产投资、基建投资及汽车产销量的增速均有回升的拉动，铝材订单量出现增长，中国铝材产量增速重新回到24%以上，全年产量达3962.42万吨。2014年产量为4845.80万吨，同比增长18.60%，增速有所回落。2015年，全国铝材累计产量为5236.40万吨，同比增长8.06%。总体看，受国内固定资产投资增速放缓影响，铝材产量增速亦放缓。

表1 近年来中国铝材产量增速（单位：%）

时间	2012年	2013年	2014年	2015年
产量增速	15.90	24.04	18.60	8.06

数据来源：Wind资讯

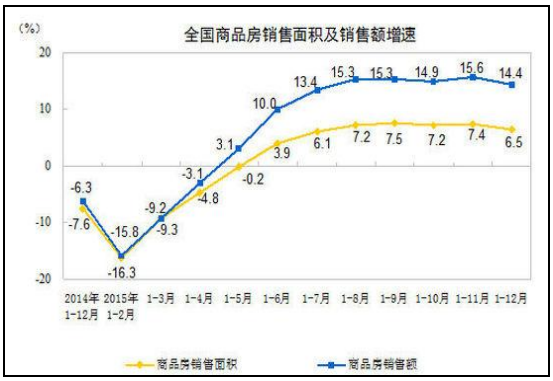
产品需求情况

需求方面，根据中国有色金属协会统计，建筑是铝材最主要的消费领域，消费量约占39%左右，其次为运输交通、电子电力和耐用消费品等工业领域，消费量分别占17%、16%和14%左右。

房地产方面，2015 年房地产政策基调为去库存，宏观政策从降首付、降利率、减税费、补贴和放宽公积金贷款、取消限外等方面多手段对房地产进行调控。行业相关指标看，2015年，全国房地产开发完成投资 95979 亿元，同比名义增长 1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增速比 1-11 月份回落 0.3 个百分点。其中，住宅投资 64595 亿元，增长 0.4%，增速回落 0.3 个百分点。住宅投资占房地产开发投资比重 67.3%。2015 年，全国共实现商品房销售面积 128495 万平方米，同比增长 6.5%，增速比 1-11 月份回落 0.9 个百分点。从重点房企的销售情况来看，2015 年上半年，20 家标杆房企实现销售面积 6708 万平方米，同比增长 12.7%，实现销售额 7176 亿元，增长 9.7%，二者增速明显好于行业平均水平，标杆房企房屋销售形势较好。从同比价格指数看，自 2014 年 1 月起，70 个大中城市新建住宅价格指数快速回落，同比指数由上涨 9.0%回落至最低下跌 6.3%，2015 年 5 月份起，随着多项利好政策的出台，房屋销售形势开始好转，房价起

稳回升，5 月起房价同比跌幅开始逐月收窄；至 2015 年 7 月份，70 个大中城市新建住宅房价同比下跌 4.4%，跌幅较 4 月份收窄 1.9 个百分点；2015 年 12 月份，70 个大中城市新建商品住房价格延续 11 月走势，环比继续小幅上涨，新建商品住宅同比综合平均涨幅 7.7%，高于 11 月份 1.2 个百分点。截至 2015 年 10 月底，一、二、三线 35 个城市新建商品住宅存销比分别为 10.0、12.2 和 18.9 个月，一线城市已经连续 10 个月存销比低于 12 个月。从全国绝对量来看，2015 年全年，全国商品房待售面积 71853 万平方米，比 11 月末增加 2217 万平米，按人均住房面积 30 平米计算，“空置”住房可供 2.4 亿人口居住。总体看，由于各城市供需不同，城市间房价分化现象明细。一线和部分二线城市房价上升较快，环比涨幅明显高于其他城市；其余二线城市环比较平稳；大部分三线城市仍然处于库存逐步消化阶段，环比仍在下降。

图 3 全国商品房销售面积及销售额增速



资料来源：国家统计局

总体看，进入2015年，中国房地产已经告别过去高速增长的时代，经过市场调整后逐步进入平稳理性增长的新常态。目前中国房地产住房需求以刚需为主，随着新增人口数量的放缓、住宅存量规模不断扩大，未来住房需求将逐步实现结构化转变。

汽车市场方面，轻量化作为汽车节能减排的重要手段，成为未来汽车工业的发展方向，铝合金材料则是汽车轻量化目标实现的主要应用材料。2013~2015年，中国汽车产量分别为2387.42万辆、2372.50万辆和2483.80万辆，年均复合增长2.00%。2016年1-3月，中国汽车产量为668.60万辆，同比增长1.56%。中国目前单车平均用铝量约128kg，比美国日本等国低约12%-13%，随着未来中国汽车产业的进一步发展和单车用铝量的提升，汽车用铝材需求尚有较大潜力。

集装箱制造业方面，中国是全球集装箱制造的集中地，产量约占全球总产量的95%以上，随着中国公路运输、铁路运输、水运与空运对集装箱需求的大幅增加，集装箱产业必将持续发展，尤其是铝制冷藏集装箱和特种干货集装箱由于具有特殊功能，今后将迅猛发展，并成为集装箱产业发展的主流。此外，机械设备、电子产品和城市轨道交通等领域均显示了对铝材的强劲需求，加上近年来中国铝材出口逐年增长，进一步缓解了国内铝行业的供给压力。

综合分析，未来随着国民经济增速的恢复，中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将保持旺盛。但目前国内铝材市场存在产品结构不合理等问题，主要是技术含量高、生产难度大的高精度产品供应不足，低档次产品充斥市场，使铝材市场出现结构性产能过剩。预计未来一段时间，随着国家产业政策的深入以及经济发展的结构性转型，铝材消费结构将发生变化，这也要求铝工业加快转变发展方式，加快升级。

4. 行业关注

产能过剩

过去10年中，铝产量年均增长近20%。虽然国家出台了一系列抑制产能盲目扩张和结构调整政策，且铝冶炼企业面临一定能源瓶颈，但目前来看，仅东部地区铝冶炼企业产量增速出现明显下降，而西部地区由于有丰富的煤炭资源和较低的电力供应成本，铝产能扩张仍有较大动力。总体来看，原铝产量的增长未受到根本性控制。尽管长期来看，铝消费仍有较大增长空间，但短期内，由于产能严重过剩以及

需求增速面临下降，国内铝产业的疲弱可能仍会持续，铝价仍将面临较大下行风险。

原材料风险与发展的可持续性

中国铝土矿储量仅占世界总量的3%，但年生产量却占世界的17%，开采消耗过大，供给日趋紧张。近年来中国铝土矿对外依存度始终维持高位，而中国铝冶炼加工企业集中度低，对外议价能力弱，未来势必成为价格的被动接受者，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业的健康发展。

过去几年，中国所需铝土矿源自印尼的进口量占进口总量的比重为60%-70%。2012年5月，印度尼西亚政府出台政策限制铝土矿出口,要求自2014年起禁止包括铝土矿在内的未经加工的金属矿石出口。2013年以来出于对印尼限制铝土矿出口的担忧,中国铝土矿进口总量明显增长,中国海关数据显示，2013年中国进口铝土矿总量7007万吨,同比增加78.70%。与此同时，国内铝土矿进口来源国还增加了加纳、几内亚、圭亚那、斐济以及巴西。2014年1月12日,印尼原矿出口禁令正式生效,铝土矿被禁止出口。

综合看，目前中国铝产业以较少的铝土矿储量生产了最多的氧化铝，大量进口铝金属原料，却大量出口初级加工产品，如未来不能进行有效的结构调整，产业的可持续发展堪忧。

能源供给波动影响

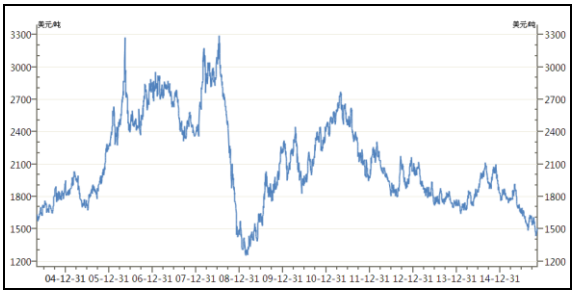
氧化铝和电解铝均是高耗能产业，生产1吨电解铝约需消耗电力14500千瓦时和1.95吨氧化铝；电解铝的成本构成中，电力约占40%～45%。电力的消耗对铝行业的成本控制和市场前景具有根本性的影响。中国电力供应70%以上来自煤炭火电，“市场煤”和“计划电”之间的矛盾导致电力供应不稳定，同时区域性的输电能力不足，也时常导致部分地区出现季节性电力短缺，给铝冶炼加工企业经营的稳定性带来一定风险。

价格波动

随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，国内期货市场的完善和国际资本的推动，国内和国际铝价联动性日益增强。但总体来看，LME更易受宏观因素驱动，SMMI更易受国内基本面的影响。

国际方面，2012年初，美国及欧洲等主要经济体宏观面有所改善以及能源价格的持续攀升使国际铝价总体向好、上半年小幅走强，而此后随着中国经济出现明显放缓迹象以及欧债问题的升温，投资者看空情绪增长，国际铝价出现单边下跌态势。2013年铝价总体呈现下跌趋势：2012年LME铝现货结算价（以下简称“LME铝价”）的最低点在1800美元/吨左右，尽管2013年初LME铝价小幅走高至2100美元/吨，但随着供应过剩的局面越来越严峻，2013年下半年很长一段时间LME铝价都在1800美元/吨以下徘徊，下行态势一直延续至2014年一季度，一度走出1641.50美元/吨的低点。直至2014年第二季度，LME铝价才在震荡中呈现回升，但仍低于去年同期的价格运行水平，11月底结于2071.50美元/吨，恢复至2013年初水平。2015年，LME铝价呈现1～4月震荡上扬，4月以后整体下跌的趋势。截至2016年5月6日，LME铝现货结算价为1599.00美元/吨。

图4 现货结算价：LME铝（单位：美元/吨）



数据来源：Wind资讯

国内方面，2012年，国内铝价受消费增速放缓以及供应压力持续攀升影响，总体呈现高开低走格局，下半年维持区间震荡，随着原铝供应稳步攀升、消费季节性回落导致国内供给过剩压力加剧，对国内铝价造成一定压力。2013年，由于原铝产量增加，市场供需矛盾加剧，国内铝价震荡下滑后进入低位运行。2014年以

来，国内铝价呈现出V字型走势，根据上海物贸发布的现货铝价（日均价），由年初的14080元/吨下跌至3月下旬的12300元/吨左右，此后受传统消费旺季带动，供需过剩压力有所缓解，铝价自低位企稳回升，9月初一度升至14800元/吨以上，之后有所回落，11月底结于13600元/吨，略低于2013年同期水平。2015年，受美元反弹和原油大跌影响，大宗商品多数承压价格走低，现货铝价大幅下滑。铝市供过于求，库存充裕，产量持续增加。需求方面，房地产领域的投资持续下降，不足以消化日益增加的电解铝产业，而乘用车月度产销量也较低，对铝的需求所起到的刺激作用有所减弱。同时新疆地区电解铝产能持续增多，而下游需求依旧未能完全复苏，铝价仍处于弱势震荡的局面。未来短期内，国内新增产能还将持续释放，市场供应压力仍然较大，铝价的提升尚需由政策面的放松推动。

5. 产业政策

近年来，中国铝行业发展迅猛，产品产量、质量及产品结构都有很大程度的提高和完善；但同时行业发展的过程中也存在资源浪费、能耗高、污染严重、产业结构不合理、产能扩张过快等问题。

2013年5月，国家发改委及工信部联合发布《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》，将钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等划入产能严重过剩行业。同年7月，工信部发布《铝行业规范条件》，围绕企业布局、规模和外部条件、工艺质量和装备、能源消耗、环境保护和安全生产等多方面做出规定，加快调整铝行业结构调整和转型升级，规范企业生产行为。同年10月，国务院印发了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，要求2015年底前淘汰160KA以下预焙槽，对吨铝液电解交流电耗大于13700千瓦时，以及2015年底后达不到规范条件的产能，用电价格10%，推动缺乏电价优势的产能逐步推出，向具有能源竞争优势特别是水电丰富地区转移。2013年12月23日，国家发改委公布了其与工信部出台的《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》，决定自2014年1月1日起对电解铝企业用电实行阶梯电价政策，目的是运用价格杠杆加快淘汰落后电解铝产能，促进电解铝行业结构调整，一些实力较弱的小企业将面临淘汰。2014年4月6日，工信部公告了第一批36家（共计40个项目）符合《铝行业规范条件》企业名单，即“铝行业红名单”；并指出铝行业规范管理是发挥市场配置资源决定性作用的具体体现。2015年4月，工信部印发《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，下达钢铁、水泥、电解铝等重点行业落后和过剩产能淘汰目标。

2016年，国土资源部近日公布《国土资源“十三五”规划纲要》，指出搭建“一带一路”沿线国家合作平台，以油气、铀、铁、铜、铝等中国紧缺战略性矿产为重点，合作开展我国及沿线国家成矿规律研究和潜力评价。《纲要》还公布了“十三五”时期国土资源主要指标，其中有色矿产资源预计新增铜800万吨，铝土矿6亿吨。

从近年出台的政策看，化解产能过剩矛盾、环境保护、节能减排以及产业结构调整是中国铝行业产业政策制定的长期主题，国家长期以来一直给予高度重视，预计未来铝行业的相关产业政策仍将围绕上述主题进行制定。国家产业政策有助于提高行业集中度，抑制铝产能过快增长并促进产业结构升级，有利于包括公司在内的大型铝加工企业发展。

6. 行业发展趋势

面对中国经济进入温和增长的“新常态”以及铝行业已充分暴露出的深层次矛盾，结合铝行业发展中面临的产能过剩、消费增速回落、核心竞争力不足等问题，预计铝行业将呈现以下两种运行趋势：一、氧化铝、电解铝、铝材产能、产量将继续保持平稳增长，新增产能主要分布在新疆、内蒙古、山东等资源能源丰富

地区。电解铝产能过剩未得到明显改善，且供应压力增大。2015年上半年，尽管有50万吨/年左右电解铝产能关停，但仍有100多万吨/年新增产能投产，具有能源资源优势的地区产能规模仍在扩大。鉴于高成本电解铝产能退出难、落后能力已几乎全部淘汰，化解产能过剩任重道远。但受政府对电解铝等产能过剩行业投资的严格控制以及市场因素的影响，新增产能规模会有所收窄。此外，铝材中低端投资也呈现出过热现象，使行业利润率受到影响。二、受供应压力大、消费增速回落及大宗商品价格走势影响，铝价仍将维持在成本线上下，呈低位震荡。同时，《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》的出台对于铝行业发展具有重要指导意义，煤炭等原材料价格的持续回落也将有利于企业有效控制成本。但改善行业整体经济效益的基础依然薄弱，短期内整体向好的压力仍较大。

从长期来看，中国本土铝资源难以满足自身经济发展的需求，单纯的企业经济行为能够促使铝工业很短时间内迅速做大，同时也会导致重复建设和资源浪费。在这种背景下，政府主导的企业之间的并购重组活动成为了加速实现行业整合、做强做大铝工业的必然选择。同时，部分铝工业大省基于当地经济发展的考虑也在试图主导地方铝业的整合，着力打造区域性的铝产业链。从整个有色金属行业来看，通过并购重组的方式，打造一批生产规模较大，竞争优势较强，能够走出去、参与全球市场竞争的企业将会是一种趋势。同时行业内淘汰落后产能正在加速展开，未来行业集中度有望进一步提高。

7. 区域经济概况

公司地处湖南省长沙市，长沙市是湖南省省会，南方地区重要的交通枢纽城市，水、陆、空交通便利，是湖南省“一点一线”建设的核心城市，长株潭经济一体化的核心城市，主城区与株洲、湘潭相距均不足 20 公里。目前，长沙正加速创建“一小时经济圈”，并与武汉合作建立经济协作区，与各个中部城市开展经济合作，同时，长沙还加入了华南地区的“泛珠三角”，接受粤、港、澳三地的经济辐射。

根据 2015 年长沙市国民经济和社会发展统计公报，2015 年长沙市实现生产总值（GDP）8510.13 亿元，同比增长 9.9%，增速较上年回落 0.6 个百分点。分产业看，第一产业实现增加值 341.78 亿元，增长 3.6%；第二产业实现增加值 4478.20 亿元，增长 8.8%，其中工业实现增加值 3745.03 亿元，增长 8.8%;第三产业实现增加值 3690.15 亿元，增长 12.1%。第一、二、三次产业分别拉动 GDP 增长 0.1、5.0、4.8 个百分点，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 1.1%、50.3%、48.6%。三次产业结构调整为 4.0:52.6:43.4。工业增加值占 GDP 的比重达 44.0%。

总体看，跟踪期内，长沙市经济增速有所回落，但整体仍保持较快增长，经济结构上工业增加值占比高，工业仍是长沙市重要支柱产业。长沙市经济快速增长以及工业在经济中的重要地位为公司提供了良好外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本 20 亿元，友元实业持股 30%，五强集团持股 70%，李瑞师为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司在湖南省长沙市和常德市分别拥有 1600 亩“晟通工业园”和 2600 亩“常德工业园”，是湖南省最大的铝精深加工生产企业，拥有年产 20 万吨高精板带箔、10 万吨精密铝型材、20 万吨铸轧卷、10 万吨熔铸锭的生产能力，拥有 1 万台轻量化汽车，2 万吨绿色建筑铝模板。2015 年，公司从基础制造业市场转向终端社会消费品类市场，进一步提升竞争能力和盈利能力，减少铝棒、铝锭等初级产品产销量，

进一步开拓高端产品，如轻量化汽车、建筑铝模板等终、高端市场。其中：双零箔包材销量环比增加 78%、精密型材铝销量环比增加 43%、轻量化汽车销量环比增加 207%、建筑铝模板销量环比增加 127%。

研发方面，截至 2016 年 3 月底，公司累计获得专利 432 项，商标 1 件；湖南省著名商标 2 件（SNTO、晟通），中国驰名商标 1 件（SNTO）；拥有专职研发人员 343 人，兼职研发人员 200 人以上。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事会成员减少一名，邓南方由于个人原因离职，现董事会成员为龚浩、黄敏、张云建、谭振明、周灿元、李瑞师，其中李瑞师为公司董事长。

除上述变化，公司在管理制度、高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2015年，公司实现营业收入56.27亿元，同比下降33.82%，主要系公司调整产品结构，加快推进铝深加工产品终端化，进一步提升产品竞争力和盈利能力，不再进行毛利率较低的铝锭三方贸易，以及减少了铝棒、铝锭等初级产品的产销量，进一步开拓高端产品，如双零箔、铝型材、铝模板、全铝运输车等所致。目前，公司营业收入以双零箔、空调箔、铝型材、铸轧锭、铝棒为主，合计占营业收入的比重为76.37%。

2015年，公司综合毛利率为23.90%，同比提高3.05个百分点，主要系公司产品结构调整，毛利率较高的双零箔、空调箔占比提升所致。从细分产品来看，除铝模板和酒店物业的毛利率同比略有增加外，其他板块受铝价下跌的原因，毛利率同比均有所下降，其中铝锭和铸轧锭、铝棒的毛利率降幅较大，分别下降14.85和10.60个百分点。

总体看，跟踪期内，公司加快推进铝深加工产品终端化，减少了初级产品和毛利率较低的部分业务，导致收入规模下降幅度较大，但整体毛利率同比略有提升。

表2　2014~2015年主营业务情况（单位：亿元、%）

板块		2014 年			2015 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铝板块	铝锭	8.02	9.43	18.10	2.87	5.07	3.25
	双零箔	15.50	18.23	39.90	16.48	29.15	35.10
	空调箔	13.09	15.39	36.90	12.72	22.50	31.60
	铝型材	4.28	5.03	22.98	7.28	12.88	20.15
	铸轧锭、铝棒等	12.72	14.96	20.90	6.69	11.84	10.30
	铝模板	1.15	1.35	28.35	2.58	5.02	29.40
	全铝运输车	0.58	0.68	33.87	1.78	3.15	30.45
	坯料	3.83	4.50	20.20	--	--	--
酒店物业		0.30	0.35	15.41	0.52	0.92	15.65
三方贸易		18.78	22.09	1.00	--	--	--
物流运输		0.78	0.92	2.50	2.48	4.39	2.10
其他产业		6.00	7.06	1.50	2.87	2.57	1.30
合 计		**85.03**	**100.00**	**20.85**	**56.27**	**100.00**	**23.90**

资料来源：公司提供

铝板块

2015年，公司对外销售的主要产品包括电解铝（铝锭）、铝板带箔（空调箔、双零箔）、铝型材、铸轧锭、铝棒、铝模板、全铝运输车等。其中，公司为调整产品结构，减少了初级产品铝锭、铸轧锭和铝棒的产销量，导致铝板块销售收入同比下降14.82%至50.40亿元。

采购

2015年，公司铝锭主要原材料为氧化铝、煤炭和石油焦，约占其生产成本的92%，2015年10月，公司将子公司创元铝业（主营业务为铝锭的生产和销售）剥离后，铝锭改为直接向外采购。煤炭主要用于自备电厂的发电，石油焦主要用于生产铝锭的原料阳极碳素。2015年由于公司减少了铝锭、铸轧锭、铝棒的产量，导致主要原材料的采购量同比均大幅下降。

表 3　2014-2015 年公司主要原材料采购情况

	2014 年	2015 年
氧化铝采购量（万吨）	61.02	32.46
均价（元/吨）	2508	2592.40
煤炭采购量（万吨）	185	72.42
均价（元/吨）	582	632.88
石油焦采购量（万吨）	16.29	12.67
均价（元/吨）	1170	1164.45

资料来源：公司提供

表 4　2015 年公司主要原材料供应商情况

原材料	供应商名称	金额（万元）	占比
氧化铝	中铝河南国际贸易有限公司	27283	32.40%
	五矿铝业有限公司德保分公司	24406	29.00%
	晟通国际贸易有限公司	12611	15.00%
	贵州其亚铝业有限公司	7562	9.00%
	广西投资集团银海铝业有限公司德保分公司	2600	3.10%
	小计	**74462**	**88.50%**
煤炭	山西潞安环保能源开发股份有限公司	13030.07	33.26%
	宁波保税区新洛瑞贸易有限公司	6274.87	16.10%
	宁波易达瑞华供应链管理有限公司	5615.18	14.33%
	郑州煤电股份有限公司	5377.96	13.72%
	陕西华山创业科技开发有限责任公司	4079.78	10.35%
	小计	**34377.86**	**87.76%**
石油焦	中国石化炼油销售有限公司	8447	67.00%
	中海石油舟山石化有限公司	2823	22.40%
	中石化炼油销售荆门有限公司	1204	9.50%
	中海油销售上海公司	139	1.10%
	小计	**12613**	**100%**

资料来源：公司提供

煤炭方面，由于2015年公司减少了铝锭、铸轧锭、铝棒的产量，导致煤炭采购量同比下降60.85%至72.42万吨；采购均价为632.88元/吨，同比增长8.76%，主要系公司为降低发电成本，采购的煤炭品质上升，导致煤炭采购价格上升；前五大供应商采购金额占煤炭总采购额的87.76%，集中度较高。

氧化铝方面，公司的氧化铝分为长单采购和现货采购两类，长单采购占采购量40%左右，2015年，公司氧化铝采购量为32.46万吨，同比下降46.80%；采购均价为2592.40元/吨，同比增长3.37%，主要系公司对铝锭质量要求增高，采购的氧化铝质量提高；前五大供应商采购金额占氧化铝采购总额的88.50%，集中度较高。

石油焦方面，公司石油焦主要来自于中国石化炼油销售有限公司和中海石油舟山石化有限公司，2015年采购量为12.67万吨，同比下降22.22%；采购均价为1164.45元/吨，同比下降0.47%；前四大供应商采购金额占石油焦采购总的100%，集中度较高。

跟踪期内，受产品结构调整影响，公司主要原材料采购量均出现大幅下降，除煤炭采购价格同比上升幅度较大外，氧化铝和石油焦的采购均价基本保持稳定。

生产和销售

生产方面，2015 年 10 月，公司将子公司创元铝业剥离，减少了铝锭和铸轧锭、铝棒的产量，同比分别下降 22.42%和 12.11%至 25.60 万吨和 16.70 万吨，产能利用率分别为 78%和 83.50%；目前，公司生产方式主要为以销定产，

2015 年，空调箔产量同比下降 6.51%，双零箔的产量同比上升 14.83%，合计产能利用率为 60%，较 2014 年保持一致；铝型材主要是轨道交通型材和工业型材，产量同比增长 38.41%，主要系订单增加所致，产能利用率为 43%，同比上升 14.10 个百分点；铝模板主要应用于建筑业，相对于钢模板和木模板，拥有重量轻、强度高、精度高、周转次数高、回收价值高等特点，2015 年产量同比增长 88.64%，主要系铝模板销量大幅上升所致，产能利用率为 83%，同比增加 39 个百分点；全铝运输车主要包括 14.6 米全承载厢式半挂车、50 立方米运油半挂车、42 立方米运油半挂车、28.28 立方米运油罐车，2015 年产量为 1041 辆，同比增长 256.51%，主要系全铝汽车市场逐步打开，订单增加所致，产能利用率为 100%，同比增加 70.80 个百分点。

产销率方面，2015年铝锭、铸轧锭和铝棒基本为公司自用，外销量较少，因此产销率均较低；空调箔和双零箔的产销率持续维持在90%以上；铝型材产销率为97%，同比增加25.37个百分点；铝模板产销率为100%；全铝运输车产销率为81%，同比减少26个百分点，主要系全铝运输车市场不断扩大，销量大幅提升，公司增加了部分库存所致。

表 5　公司主要铝产品产销情况

产品		2014 年	2015 年
铝锭	产量（万吨）（铝水）	33.00	25.60
	销量（万吨）（外销铝锭）	6.54	2.33
	（外销铝锭）产销率（%）其余内销，铝水直接加工	19.8	9.10
	平均含税价格（元/吨）	12275	11435.45
空调箔	产量（万吨）	7.99	7.47
	销量（万吨）	7.94	7.81
	产销率（%）	99	105
	平均含税价格（元/吨）	19284.52	19055.72
双零箔	产量（万吨）	6.88	7.90
	销量（万吨）	6.78	7.30
	产销率（%）	99	92
	平均含税价格（元/吨）	22848.38	22575.21
铝型材	产量（万吨）	2.89	4.30
	销量（万吨）	2.07	4.19
	产销率（%）	71.63	97
	平均含税价格（元/吨）	20703	20327.28
全铝运输车	产量（辆）	292	1041.00
	销量（辆）	313	845.00
	产销率（%）	107	81
	平均含税价格（万元/辆）	38.19	24.65
铸轧锭、铝棒	产量（万吨）	19.00	16.70
	销量（万吨）	9.72	4.96
	产销率（%）	51.15	29.70
	平均含税价格（元/吨）	13473	13135.37
铝模板	产量（吨）	0.44	0.83
	销量（平方米）	0.44	0.83
	产销率（%）	100	100
	平均含税价格（元/平方米）	--	--

资料来源：公司提供

注：全铝运输车、部分铝型材销量及产销率不含内销部分；2015 年铝锭、铸轧锭和铝棒全部为自用，无外销；铝模板业务有销售和租赁两部分，无法按同一规则提供平均含税销售价格。

销售方面，2015年，铝锭和铸轧锭、铝棒基本为公司自用，外销量较少，分别为2.33万吨和4.96万吨；空调箔的销量同比小幅下降1.64%；双零箔的销量同比增长7.67%；铝型材和全铝运输车的销量同比均大幅增长，分别增长102.42%和169.97%至4.19万吨和845辆；铝模板销量同比增长88.64%。销售价格方面，由于铝价下降，公司主要铝产品的售价同比均呈下降趋势，其中，铝锭的内销参照市场价格，销售价格为11435.45元/吨，同比下降6.84%；空调箔、双零箔、铝型材的销售价格同比分别小幅下降1.19%、1.20%和1.81%，基本维持稳定；全铝运输车的销售价格为24.65万元/辆，同比下降35.45%；由于铝模板业务有销售和租赁两部分，无法按同一规则提供平均含税销售价格。

跟踪期内，公司铝产品进一步终端化，减少了初级产品铝锭、铝棒等的产销量，原有产品的产销量均保持增长态势；此外，铝制品销售价格易受到铝价波动的影响，公司铝板块的

盈利情况受外部环境影响较大。

非铝板块

2015年，公司调整产品结构，不再进行毛利率较低的铝锭三方贸易，因此，非铝板块的收入同比大幅下降77.30%至5.87亿元，占营业收入的比重为7.88%。其中，酒店物业收入同比增长73.33%，主要系旅游团客流量和大型会议订单增加所致；物流运输收入同比增长217.95%，主要系前两年公司物流业务扩张，在全国设立网点，本年业务释放所致；其他产业主要是指氧化铝原材料的销售，收入同比下降52.17%。从毛利率来看，以上三种业务的毛利率较2014年基本保持稳定。

跟踪期内，公司非铝业务逐步减少，毛利率基本保持稳定，主业集中度进一步提升。

未来发展规划

截至 2015 年底，公司在建项目基本已经完工，目前尚有部分零星项目，投资规模较小。公司拟建项目包括轻量化汽车（即全铝运输车）和绿色建筑铝模板，计划总投资 11.00 亿元，其中贷款 8.80 亿元，自筹 2.20 亿元，2017 年和 2018 年分别计划投资 3.00 亿元和 4.00 亿元，未来仍然有一定规模的资金需求。

表 6　公司主要拟建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	项目描述	总投资	资金筹措方案		2017 年计划投资	2018 年计划投资
			贷款	自筹		
轻量化汽车	年产能 2 万台，产值 5 亿元/年，标准化作业、机械化程度高，满足环保节能需求	5.00	4.00	1.00	1.00	2.00
绿色建筑铝模板	年产能 5 万吨、产值 10 亿元/年，生产机械化、工人产业化，实现绿色建筑	6.00	4.80	1.20	2.00	2.00
合　计		**11.00**	**8.80**	**2.20**	**3.00**	**4.00**

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2007 年 12 月发行“07 晟通债”（以下简称“本期债券”），发行额度为 5 亿元，发行期限为 10 年。公司“07 晟通债”募集资金已全部投入公司 25 万吨高精铝板带箔项目。

九、财务分析

公司提供的 2015 年度财务报表已由湖南恒基有限责任会计师事务所审计出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年，公司合并范围不再纳入湖南创元铝业有限公司，新增湖南晟通纳米新材料有限公司，合并范围的变化对财务数据可比性有一定影响。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 56.27 亿元，同比大幅下降 33.82%，主要系公司调整产品结构，减少了铝锭、铝棒等初级产品的产销量，同时不再进行毛利率较低的铝锭三方贸易所致；营业成本为 42.82 亿元，同比大幅下降 36.38%；营业利润率为 23.38%，同比上升 2.95 个百分点。

2015 年，公司期间费用 10.51 亿元，同比下降 36.81%，主要系管理费用下降所致，但由于本年营业收入同比大幅下滑，导致期间费用占营业收入比重由 2014 年的 13.66%上升至 18.68%，对营业利润侵蚀较大。

2015 年，公司营业外收入为 1.42 亿元，同比变化不大，主要来自政府补助，对利润总额的贡献为 36.43%；同期，利润总额为 3.90 亿元，同比下降 44.22%。

从盈利能力指标来看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.29%和 7.32%，同比下降 1.20 和 3.18 个百分点。

总体看，跟踪期内，由于公司调整产品结构，营业收入大幅下滑；期间费用规模大，对利润形成侵蚀，公司对期间费用的控制能力有待加强；整体盈利能力有所下降。

2. 现金流分析

2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 60.09 亿元，同比下降 33.31%；购买商品、提供劳务支付的现金为 44.99 亿元，同比增长 84.27%；收到/支付其他与经营活动有关的现金同比均大幅上升，主要系公司将关联公司之间的往来贸易票据款由筹资活动调整为经营活动所致；公司经营活动现金流入量为 114.17 亿元，同比上升 4.12%。经营活动现金流出量 99.51 亿元，同比变化不大；经营活动净现金流为 14.65 亿元，同比增长 48.15%；现金收入比为 106.79%，同比略有上升，收入实现质量尚可。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动现金流入为-0.65 亿元；投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产等和投资支付的现金，为 3.94 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.59 亿元。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和收到其他与筹资活动有关的现金，为 54.52 亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务和支付其他与筹资活动有关的现金，为 74.32 亿元；其中，收到/支付其他与筹资活动有关的现金规模较大，主要是银行票据和信用证往来款，同比大幅下降，主要系公司将关联公司之间的往来贸易票据款由筹资活动调整为经营活动所致。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-19.80 亿元。

总体看，跟踪期内，受科目调整影响，公司经营活动净现金流大幅上升，经营获现能力尚可；资本性支出规模不大，经营活动净现金流可以覆盖其投资需求；由于债务规模较大，公司筹资活动现金流入无法偿还当期债务，存在一定融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 119.45 亿元，同比下降 18.46%，主要来自非流动资产的下降，其中流动资产占 63.43%，非流动资产占 36.57%，流动资产占比上升 19.20 个百分点，资产结构以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产 75.77 亿元，同比增长 16.93%，构成以货币资金（占 11.07%）、应收账款（占 7.84%）、其他应收款（占 29.83%）和存货（占 45.50%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 8.39 亿元，同比下降 42.34%，以银行借款（占 28.18%）和其他货币资金（占 71.81%）为主，受限资金为 6.02 亿元。

截至 2015 年底，公司应收票据和应收账款同比均呈下滑态势，分别下降 71.77%和 24.48%，至 1.24 亿元和 5.94 亿元，主要系公司减少票据融资以及对应收账款的管理力度加强所致。其中，公司应收账款全部按照组合计提坏账准备，由于应收账款全部为 1 年以内的，收回风险很低，公司未计提坏账准备。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 22.60 亿元，同比大幅上升 527.81%，主要系应收湖南创元发电有限公司和五强集团子公司置业公司湖南晟通置业有限公司的土地借款（资金成本为年化利率 6%）的土地借款增加所致，前五大客户占比为 92.10%，集中度较高。

截至 2015 年底，公司存货为 34.48 亿元，同比增长 12.43%，增长主要来自于房建项目。从构成看，主要是房建项目（占 81.69%）、原材料（占 6.59%）和库存商品（占 5.12%），其中，房建项目主要是晟通梅溪湖牡丹舸项目，公司未计提存货跌价准备。

截至 2015 年底，公司非流动资产 43.68 亿元，主要由固定资产（占 79.44%）和无形资产（占 15.01%）构成，同比下降 46.53%，其中固定资产同比大幅下降 47.79%至 34.70 亿元，无形资产同比下降 22.90%至 6.56 亿元，均系公司剥离创元铝业所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 2.26 亿元，同比增长 483.62%，主要是投资晟通国际融资租赁有限公司和创元铝业所致；在建工

程同比下降 99.37%至 0.04 亿元，主要系铝箔三期的 210 项目转固坐直；

总体看，跟踪期内，由于剥离创元铝业，公司固定资产大幅下降，流动资产规模持续增长，其中应收类项目和存货规模较大，且存货主要为房建项目，影响了资产流动性。整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 47.65 亿元，同比下降 22.29%，主要系少数股东权益和资本公积的下降。截至 2015 年底，公司少数股东权益为 0.46 亿元，同比大幅下降 81.79%，主要系剥离创元铝业所致，占所有者权益的 0.96%。归属于母公司的所有者权益 47.19 亿元，以实收资本（占 42.38%）、资本公积（占 19.16%）、盈余公积（占 9.17%）和未分配利润（占 29.05%）为主；其中资本公积同比下降 61.18%至 9.04 亿元，主要系剥离创元铝业和所致。

总体看，由于公司剥离创元铝业，所有者权益规模有所下降，权益稳定性较强。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 71.80 亿元，同比下降 15.69%，主要系流动负债下降所致。其中，流动负债占 63.79%，非流动负债占 36.21%，流动负债占比较上年下降 7.40 个百分点。

截至 2015 年底，公司流动负债 45.81 亿元，同比下降 24.46%，主要由短期借款（占 48.68%）、应付票据（占 21.24%）和其他应付款（占 14.59%）构成。其中，公司短期借款 22.30 亿元，同比增长 5.29%；应付票据和应付账款同比分别大幅下降 62.81%和 62.92%至 9.73 亿元和 1.55 亿元，主要系公司剥离创元铝业所致；预收款项为 2.93 亿元，同比增长 149.96%，主要是创元铝业的氧化铝预收款；其他应付款为 6.69 亿元，同比增长 22.11%，主要是应付母公司五强集团的分红。

截至 2015 年底，公司非流动负债 26.00 亿元，同比增长 5.97%，主要构成为长期借款（占 55.03%）、应付债券（占 19.23%）和长期应付款（占 25.69%）。公司长期借款为 14.31 亿元，同比增长 8.04%，主要是项目贷款；应付债券 5.00 亿元，主要是公司于 2007 年 12 月发行的“07 晟通债”，发行额度 5 亿元，期限 10 年；长期应付款 6.70 亿元，主要是应付国家开发银行湖南省分行五强统贷款 3.10 亿元和应付工银金融租赁公司的融资租赁款 1.83 亿元。

截至 2015 年底，公司债务规模为 61.59 亿元，同比下降 17.25%，其中，短期债务占 52.00%，长期债务占 48.00%，债务结构尚可。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有所下降，分别为 60.11%、56.38%和 38.29%，债务负担下降，处于合理水平。

总体看，跟踪期内，公司流动负债规模有所下降，非流动负债保持稳定；债务规模有所下降，债务负担尚可。

4. 偿债能力

短期偿债指标来看，2015 年，由于流动资产上升和流动负债下架，公司流动比率和速动比率同比均大幅上升，分别为 165.41%和 90.15%；由于经营活动净现金流同比大幅上升，经营现金流动负债比由 2014 年的 16.31%上升至 31.99%。公司短期偿债能力有所增强。

长期偿债指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 9.74 亿元，较上年下降 21.13%，EBITDA 利息倍数为 3.13 倍；全部债务/EBITDA 为 6.33 倍。总体看，公司 EBITDA 对利息的保障程度较好，但对全部债务的保障能力一般，公司的长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司对外担保共计 6750 万美元，折合人民币约为 4.50 亿元，为对湖南创元新材料有限公司和湖南创元铝业有限公司提供的担保，担保比率为 6.72%，被担保公司经营情况均正常，无逾期情况发生。

截至 2015 年底，公司获得多家金融机构的

授信额度共计 75.20 亿元，未使用的额度为 24.75 亿元，间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1043012200216200L），截至 2015 年 7 月 21 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及跟踪期内公司所处行业经济运行情况综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期债券偿债能力

2015 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别是“07 晟通债”本金的 1.95 倍、22.83 倍和 2.93 倍，公司 EBITDA 和经营活动现金流对“07 晟通债”本金的保障程度高。

“07 晟通债”由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）授权其湖南省分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

建设银行前身是1954年成立的中国人民建设银行，后者于1996年更名为中国建设银行，是中国国有商业银行之一。经中国银监会批准，建设银行于2004年9月由原中国建设银行分立而成立，承继了原中国建设银行的商业银行业务及相关的资产和负债。2005年，建设银行先后引入美国银行、新加坡淡马锡控股私人有限公司等国际战略投资者，同年10月在香港上市，成为首家在境外上市的中国国有商业银行。2007年9月25日，建设银行在上海证券交易所上市。截至2015年末，建设银行股本总额为2500.11亿元。

截至2015年末，建设银行在内地设有分支机构14917家，在香港、澳门、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京、大阪、首尔、纽约、胡志明市、悉尼、墨尔本、台北、卢森堡、布里斯班、多伦多设有海外分行，建行亚洲、建银国际、建行伦敦、建行俄罗斯、建行迪拜、建行欧洲、建行新西兰、建信基金、建信租赁、建信信托、建信人寿、建信期货、中德住房储蓄银行等多家子公司。旗下已开业村镇银行27家，员工人数369183人。

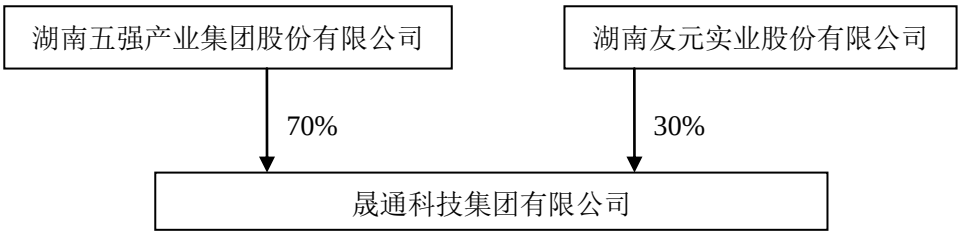
截至 2015 年末，建设银行资产总额 183494.89 亿元，其中贷款和垫款净额 102345.23 亿元；负债总额 169044.06 亿元，其中客户存款余额 136685.33 亿元；股东权益 14450.83 亿元；资本充足率为 15.39%，一级资本充足率为 13.32%，核心一级资本充足率为 13.13%；不良贷款率 1.58%，拨备覆盖率 150.99%。2015 年，建设银行实现营业收入 6051.97 亿元，净利润 2288.86 亿元。

建设银行公司治理及内控水平不断完善，主营业务发展较快，盈利能力强，资产质量较好，成本控制良好，资本充足。近年来，建设银行综合化经营及海外业务的战略布局逐步完善，品牌价值和竞争力进一步提升。联合资信确定维持建设银行主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

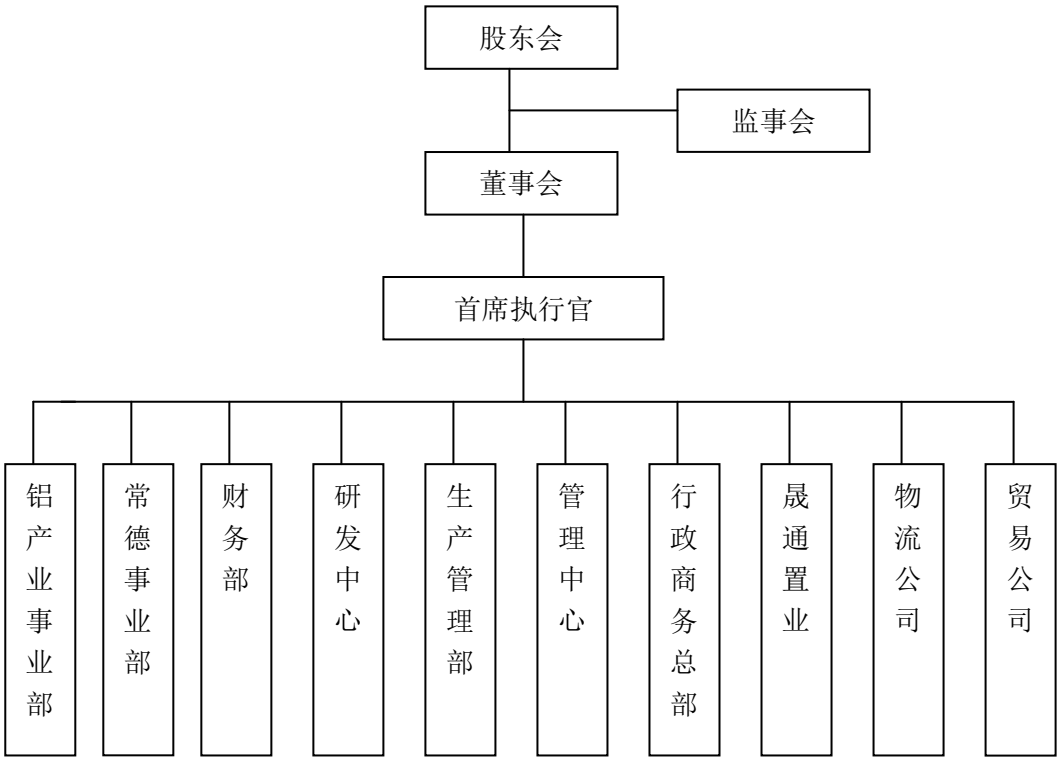
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^-，评级展望为稳定，并维持“07 晟通债”AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	9.69	12.14	3.62
资产总额(亿元)	137.93	146.49	119.45
所有者权益(亿元)	57.11	61.32	47.65
短期债务(亿元)	46.13	47.34	32.03
长期债务(亿元)	25.54	29.56	29.56
全部债务(亿元)	71.67	74.43	61.59
营业收入(亿元)	82.79	85.03	56.27
利润总额(亿元)	7.18	6.98	3.90
EBITDA(亿元)	12.91	12.35	9.74
经营性净现金流(亿元)	9.60	9.89	14.65
销售债权周转次数(次)	8.68	9.36	5.78
存货周转次数(次)	3.83	2.41	1.31
总资产周转次数(次)	0.65	0.60	0.42
现金收入比(%)	122.25	105.97	106.79
营业利润率(%)	20.15	20.43	23.38
总资本收益率(%)	7.21	6.49	5.29
净资产收益率(%)	10.95	10.50	7.32
长期债务资本化比率(%)	30.90	30.64	38.29
全部债务资本化比率(%)	55.66	54.83	56.38
资产负债率(%)	58.60	58.14	60.11
流动比率(%)	107.99	106.86	165.41
速动比率(%)	62.41	56.29	90.15
经营现金流动负债比(%)	17.37	16.31	31.99
EBITDA 利息倍数(倍)	4.11	4.00	3.13
全部债务/EBITDA(倍)	5.55	5.82	6.33

注：1. 2015 年现金类资产已剔除使用受限部分；
2. 长期应付款中的融资租赁款已计入上表中的长期债务和全部债务。

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	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。