

跟踪评级公告

联合[2014] 1377 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持山西铝厂主体长期信用等级为A⁺,评级展望为稳定,并维持“12晋铝MTN1”和“13晋铝MTN1”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十四日



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>

山西铝厂跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定

上次评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 晋铝 MTN1	1 亿元	2012/11/07~2015/11/07	AAA	AAA
13 晋铝 MTN1	1 亿元	2013/05/09~2016/05/09	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 24 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	0.73	0.59	0.80	0.89
资产总额(亿元)	40.37	42.47	43.45	43.99
所有者权益(亿元)	27.93	27.87	27.65	27.62
长期债务(亿元)	3.60	3.00	3.00	3.00
全部债务(亿元)	3.60	4.01	5.05	5.08
营业收入(亿元)	10.44	11.21	13.83	3.33
利润总额(亿元)	0.08	0.10	0.01	0.02
EBITDA(亿元)	1.35	1.45	1.37	--
经营性净现金流(亿元)	2.30	0.13	0.09	0.30
营业利润率(%)	12.75	12.84	12.41	12.02
净资产收益率(%)	0.14	0.18	-0.37	--
资产负债率(%)	30.82	34.38	36.37	37.21
全部债务资本化比率(%)	11.42	12.58	15.44	15.54
流动比率(%)	62.00	55.59	69.44	72.30
全部债务/EBITDA(倍)	2.66	2.77	3.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.44	5.33	4.85	--
经营现金流流动负债比(%)	18.57	0.92	0.68	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王冰 张强

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

跟踪期内, 山西铝厂 (以下简称“公司”) 资产与收入规模稳定增长, 政府补助相对稳定, 同时政府补助对公司盈利水平有一定支撑。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到公司主营业务分散、主业持续亏损、关联交易占比较高因素对其信用基本面产生的负面影响。

中国铝业公司 (以下简称“中铝公司”) 对公司给予大力支持, 公司积极发展多种产业, 未来收入及利润水平有望改善。

“12 晋铝 MTN1” 和 “13 晋铝 MTN1” 均由中国铝业公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定, 中国铝业公司主体长期信用等级为 AAA, 中国铝业公司担保实力很强, 其担保显著提升了 “12 晋铝 MTN1” 和 “13 晋铝 MTN1” 的信用水平。

综合考虑, 联合资信维持公司 A⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持 “12 晋铝 MTN1” 和 “13 晋铝 MTN1” AAA 的信用等级。

优势

1. 公司债务负担较轻, 经营稳健。
2. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期债券保障程度较高。
3. 两期债券均由中国铝业提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 有助于保证债券本息的偿付。

关注

1. 公司主营业务分散, 收入规模较小, 盈利能力弱。
2. 公司关联交易占营业收入比重大, 关联企业对公司利润和现金流影响较严重。
3. 公司主业持续亏损, 非经常性损益对公司盈利水平影响大。

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（联合资信）与山西铝厂构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西铝厂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，未因山西铝厂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山西铝厂提供，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山西铝厂主体长期信用及存续期内的“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山西铝厂（以下简称“公司”）隶属于中国铝业公司，前身于 1989 年 10 月 18 日经山西省工商行政管理局批准成立，注册资本为 6.20 亿元。2001 年因中国铝业公司将优质资产重组上市，原山西铝厂改制重组为中国铝业山西分公司和存续（即现山西铝厂）两部分。经过历次股本变更，截至 2014 年 3 月底，公司实收资本为 12.75 亿元，由中国铝业公司 100% 控股。

公司营业范围包括生产、销售水泥及其制品、化工产品（拟薄水铝石）；建筑安装、灰渣及其产品的开发、销售及运输等业务，并通过关联交易向中国铝业山西分公司提供基础设施服务和土地租赁服务。

截至 2014 年 3 月底，公司设办公室、人事部（社保部）、财务部、审计部、计划发展部、党群系统、生产技术部、后勤服务部、供应部、卫生处、党委办公室、工会、纪委（监察室）、宣传部、组织部、团委、武装保卫部等部室。

截至 2014 年 3 月底，公司拥有水泥厂、科技化工公司、孝义铝矿、生活服务中心、离退休管理服务中心、职工培训中心、职工医院、营销部、阳坡铝矿等 9 个直属单位；山西铝厂工贸有限公司、山西铝厂残联过滤布纺织厂、晋铝安装公司、山西晋铝物流有限公司、山西碳素厂、山西铝厂设计院 6 家全资子公司和 5 家控股子公司。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 43.45 亿元，所有者权益合计为 27.65 亿元（其中少数股东权益 0.58 亿元）。2013 年，公司实

现营业收入 13.83 亿元，利润总额 0.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 43.99 亿元，所有者权益合计为 27.62 亿元（其中少数股东权益 0.55 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.33 亿元，利润总额 0.02 亿元。

公司注册地址：山西省河津市；法定代表人：张占明。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召

开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

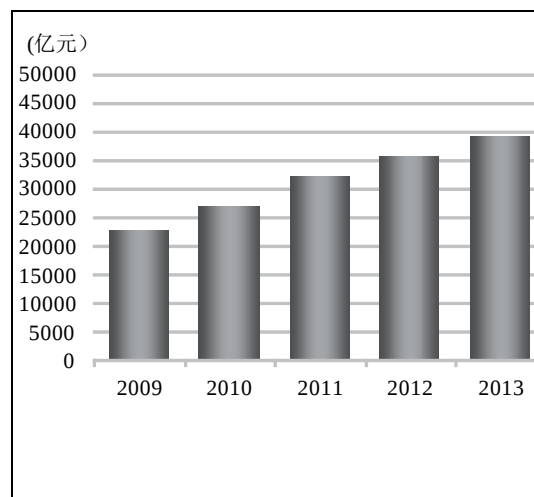
2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

2013年全社会固定资产投资447074亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%，固定资产投资增长较快。2013年全国房地产开发投资86013亿元，比上年增长19.8%。其中，住宅投资58951亿元，增长19.4%；办公楼投资4652亿元，增长38.2%；商业营业用房投资11945亿元，增长28.3%，新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。但考虑到水利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

2013年全社会建筑业增加值38995亿元，比上年增长9.5%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润5575亿元，增长16.7%，其中国有及国有控股企业1363亿元，增长20.1%。

图1 2009~2013年 中国建筑业增加值及增长率

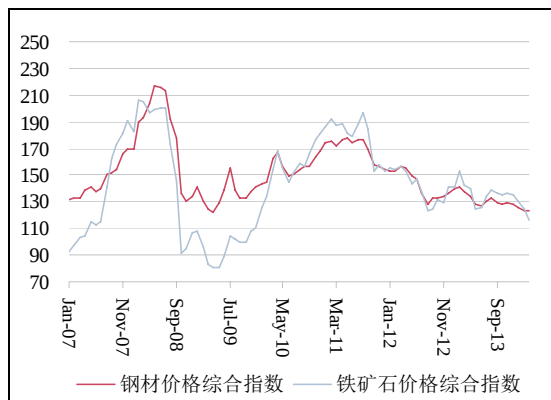


资料来源：国家统计局

建筑业上游行业主要是为建筑企业生产提供原材料的企业，如钢铁行业、水泥行业等。2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年1季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3月均价已

接近 2007 年以来的历史低位。总体看，2013 年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

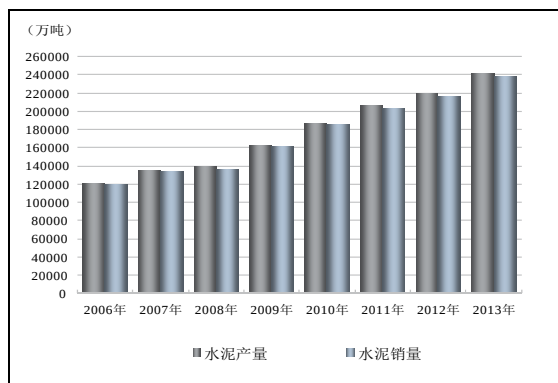
图 2 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源：www.mysteel.com

2013 年，受“稳增长”政策的提振，尤其是 3 月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013 年水泥产量 24.14 亿吨，同比增长 10.55%，增速比 2012 年提升 4.69 个百分点；销量 23.89 亿吨，同比增长 10.54%。2014 年一季度，水泥产量 4.47 亿吨。

图 3 中国水泥行业产销量

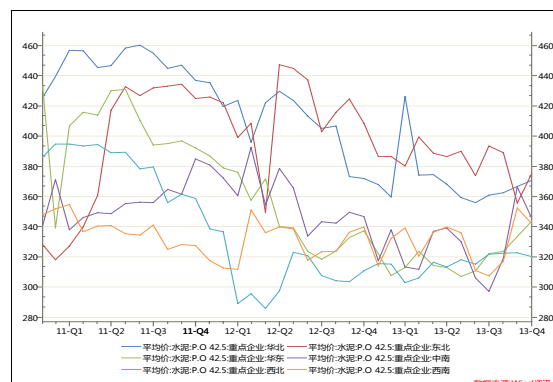


资料来源：Wind 资讯

2013 年以来全国水泥平均价格为金融危机以来的较低水平，2013 年三季度末跌至最低水平，但抗跌性较好，截至 2013 年底，全国水泥产品平均价格约为 349.06 元/吨。2013 年水泥行业实现利润 766 亿元，同比增长 16.43%。2013 年虽然水泥市场价格明显低于近年来的平均水平，但煤炭价格的走低使得水泥

制造成本明显下降，四季度水泥价格见底反弹。四季度水泥在我国主要消费地区价格上涨是 2013 年获利的关键。

图 4 2011~2013 年中国水泥平均价格（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

建筑业发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2011 年以来，随中国经济从上年强劲复苏的增长高点回落，宏观经济进入下行通道；同时高通胀压力下政府主导的基建投资增速放缓；房地产调控政策持续从紧，2011 年四季度以来调控效应集中释放，在市场、库存和资金三重压力下，房地产企业不得不放缓项目建设进度，较大程度上影响了房地产开发投资的增长。上述三重因素下，2012 年全年全社会固定资产投资增速有所下降，但整体仍处高位。在此背景下，2012 年全年建筑业增加值增速达 9.3%，较 2011 年的 9.7% 下降 0.4 个百分点。2012 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2012 年全年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，增速较 2011 年下降 3 个百分点。全国房地产开发投资 71804 亿元，比上年增长 16.2%，增速较去年下降 13.5 个百分点。但考虑到 2012 年以来实施的央行下调存款准备金率，水利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

五、基础素质分析

公司位于山西省河津市，是中国铝业公司的全资子公司，2001 年因中国铝业公司将优质资产重组上市，公司被定位成为主要为中国铝业山西分公司提供辅助服务的企业，近年来公司业务范围向股份公司以外的企业扩展。具体经营业务集中在建筑安装、资源综合利用、余热电站、高新耐材、水泥、拟薄水铝石生产、货物运输、商品贸易、后勤服务等领域。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。跟踪期内，公司原法定代表人冷正旭先生因工作调动不再担任厂长。张占明先生 1966 年生，历任山西铝厂总调度室调度员、总调度室计划科科长、山西铝厂计划处处长等职，自 2013 年 11 月起担任山西铝厂厂长、中国铝业山西分公司总经理。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务板块未发生变化，公司主要业务以建筑安装、资源综合利用、

余热电站、高新耐材、水泥、拟薄水铝石生产、货物运输、商品贸易和后勤服务为主。2013 年公司实现营业收入 13.83 亿元，同比增长 23.37%，利润总额 0.01 亿元。

跟踪期内，公司主业未发生变化，工程施工、监理和后勤服务是公司主要业务，占主营业务收入的比重分别为 32.83% 和 27.40%，占比均较 2012 年有所下降。2013 年公司综合毛利率为 14.21%，较上年有所下降。2013 年，公司销售商品、提供劳务的关联交易金额 8.90 亿元，占同期营业收入的 64.35%，其中与中国铝业股份有限公司山西分公司的关联交易占关联交易总额的占 60.11%，关联方交易占比较大。

从各板块毛利率来看，2013 年，公司综合毛利率为 14.21%，其中后勤服务业务毛利率为 29.98%，较上年提高 1.56 个百分点；工程施工、监理业务毛利率为 9.21%，较 2012 年下降 0.20 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.33 亿元，占 2013 年全年的 24.08%，其中，工程施工、监理占 24.02%，后勤服务占 28.23%，较 2013 年变化不大；同时公司整体毛利率水平下降 0.76 个百分点，至 13.45%。

表1 公司主营业务情况（单位：亿元，%）

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工、监理	1.63	13.75	3.24	9.01	4.54	9.21	0.80	4.13
后勤服务	3.33	28.09	3.75	28.42	3.79	29.98	0.94	30.50
商品贸易	1.65	3.24	1.40	3.35	2.31	4.28	0.83	3.85
其他	3.81	10.00	2.82	10.36	3.19	9.80	0.75	12.74
合计	10.44	15.30	11.21	15.15	13.83	14.21	3.33	13.45

资料来源：公司提供

工程施工、监理

跟踪期内，公司工程施工、监理业务收入增长较快，2013 年该板块实现营业收入 4.54 亿元，较上年增长 40.12%，主要系公司新承接中国铝业山西分公司检修业务，工程抢修业务

增加所致。2013 年该板块毛利率为 9.21%，较上年变化不大。

2014 年一季度，该板块实现营业收入 0.80 亿元，占营业收入的 24.02%，同比变化不大。毛利率较 2013 年有所降低，为 4.13%，下降

5.08 个百分点，主要原因是一季度为工程施工淡季，工程结算量减少，同时成本有所上升。

表2 2013年公司主要固定造价合同

项目名称	合同总金额（万元）
套管预热器制作	1535.59
创新串联法节能技术改造，烧结法赤泥分离洗涤子项	1069.48
种子过滤子项建筑安装	806.69
兴县氧化铝项目原料系统工程补充	3000
赤泥堆厂矿建（新建拜耳法赤泥压滤机）	849
合计	7260.76

资料来源：公司提供

后勤服务

公司综合服务业务的主要对象为关联方中国铝业山西分公司、山西华泽铝电有限公司等，承担着对企业的信息科技支持、职工培训、对外开展各类技能培训、特殊工种取换证培训、成人学历教育以及职业技术教育等。

公司后勤服务业务受关联方政策影响大。跟踪期内，公司后勤服务业务规模有所增长，2013 年实现收入 3.79 亿元，同比增长 1.07%，占营业收入的 27.40%。同时后勤服务业务毛利水平较高，2013 年为 29.98%，较上年提高 1.56 个百分点。2014 年 1~3 月，公司后勤服务业务实现收入 0.94 亿元，占营业收入的 28.23%，毛利率 30.50%。

贸易及其他业务

公司下属工贸公司从事液碱、纯碱、石油焦、片碱、备件等贸易商品贸易。跟踪期内，公司加大市场开拓力度，纯碱和片碱贸易量增长，贸易业务收入规模和毛利率均有所提升，2013 年公司商品贸易业务实现营业收入 2.31 亿元，毛利率为 4.28%，对公司该年度收入增

长有较大贡献。

其他业务方面，跟踪期内公司生产水泥和拟薄水铝石产品产销量有所下降，但铝土矿销售及物流运输业务有大幅提升。2013 年收入同比增长 13.12%，为 3.19 亿元。同期，该板块毛利率为 9.80%，同比变化不大，下降 0.5 个百分点。

表3 近期公司其他业务主要产品产销情况（单位：万吨）

产品		2011年	2012年	2013年	14年1~3月
水泥	产量	26.23	26.19	23.37	2.32
	销量	27.21	26.00	23.05	2.35
拟薄水铝石	产量	1.31	1.47	1.24	0.37
	销量	1.31	1.43	1.16	0.35

资料来源：公司提供

总体看，公司收入规模较小、盈利能力较弱，关联方交易占比大。

在建项目

截至 2014 年 3 月底，公司有在建项目 4 个，拟建项目 3 个，概算总投资 1.00 亿元，截至 2014 年 3 月底已完成投资 0.68 亿元，未来投资压力小。

表4 截至 2014 年 3 月底公司主要在建和拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	概算总投资	截至 2014 年 3 月底已完成投资	2014 年投资额
翠溪区外网供电	920.00	920	
水泥厂技改	1850.00	1800	
铁路专用线改造项目	3596.00	3596	
翠溪区供暖外网	975.00	444.89	
翠溪区道路建设（拟建）	910		910
翠溪区给排水系统建设（拟建）	995		995

翠溪区电气系统建设（拟建）	712		712
合计	9958	6760.89	2617

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2011 年度财务数据经中磊会计师事务所¹审计，2012 年度财务数据经中磊会计师事务所有限公司审计，2013 年财务数据经北京兴华会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

2013 年公司合并范围新增一家子公司，合并范围变化对财务报表可比性影响较小。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 43.45 亿元，所有者权益合计为 27.65 亿元（其中少数股东权益 0.58 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 13.83 亿元，利润总额 0.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 43.99 亿元，所有者权益合计为 27.62 亿元（其中少数股东权益 0.55 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.33 亿元，利润总额 0.02 亿元。

1. 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 13.83 亿元，同比增长 23.42%，公司营业收入增长主要由于工程施工收入提高。2013 年公司营业成本为 11.87 亿元，同比增长 24.78%，增速略高于营业收入增速。

从期间费用来看，公司 2013 年期间费用率为 13.02%，较上年下降 0.32 个百分点。跟踪期内期间费用构成变化不大，公司管理费用占比高，费用控制能力一般。

2013 年公司营业外收入为 354.73 万元，较

上年明显下降的原因是 2012 年公司收取产权理顺房款补差 2576.06 万元。2013 年公司营业外收入主要包括政府补助 110.93 万元、固定资产处置利得 155.06 万元。2011~2013 年，公司共获得增值税返还、环保专项补助等政府补助共 910.31 万元。

2013 年公司实现利润总额 103.85 万元，同比下降 89.19%，营业外收入对公司经营业绩影响大。

从盈利指标来看，公司 2013 年营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为 12.41%、0.55%和-0.37%，分别较上年下降 0.44、0.46 和 0.56 个百分点，出现净利润亏损。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.33 亿元、利润总额 203.60 万元，为上年同期的 7.70 倍。公司 2014 年 1~3 月营业利润率为 12.02%。

整体看，跟踪期内，公司营业收入有所增长，盈利能力弱，主业持续亏损，关联交易及非经常性损益对公司经营业绩影响较大。

2. 现金流及保障

2013 年公司经营活动现金流入为 13.28 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2013 年公司收到其他与经营活动有关的现金为 6.11 亿元，较上年增加 3.04 亿元，支付收到其他与经营活动有关的现金较上年增长 2.20 亿元，主要原因是 2013 年 4 月起代收代缴部分关联企业和当地企业的社保款项。2013 年公司现金收入比为 51.71%，较低的原因是公司将关联交易收入计入收到其他与经营活动有关的现金。2013 年公司经营活动现金流出为 13.18 亿元，经营活动现金流量净额为 0.09 亿元；2013 年公司取得投资收益收到的现金为 0.10 亿元，投资活动现金流出为 0.84 亿元（主要为购建固定资产、无形资产支付的现金），2013 年公司投资活动现金净流出 0.69 亿元。

¹ 根据中国证监会《证监会通报万福生科涉嫌欺诈发行及相关中介机构违法违规案件》文件，中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和 2011 年年度报告的审计中，未勤勉尽责，审计程序缺失，在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为，所出具的审计报告存在虚假记载。该所的上述行为，违反了《证券法》等法律法规的相关规定，构成《证券法》第 223 条等法律法规所述情形。拟对中磊会计师事务所没收业务收入 138 万元，并处 2 倍的罚款，撤销其证券服务业务许可。

2013 年公司筹资活动前现金流量净额为 -0.59 亿元, 公司经营活动产生的现金对公司投资活动所需现金覆盖能力偏弱。

2013 年公司筹资活动现金流入和流出分别为 5.99 亿元和 5.35 亿元, 公司筹资活动现金净流入 0.65 亿元。

2014 年 1~3 月, 公司经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金净流量分别为 0.30 亿元、-0.04 亿元和 -0.07 亿元。

总体看, 公司经营活动获现能力弱, 同时公司无重大投资活动, 资本支出压力较小。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底, 公司资产总额为 43.45 亿元, 同比增长 2.32%。其中流动资产占 21.97%, 非流动资产占 78.03%。

截至 2013 年底, 公司流动资产为 9.55 亿元, 同比增长 26.67%, 主要源自存货的增长。公司流动资产主要由应收账款、存货和其他应收款构成。

截至 2013 年底, 公司应收账款余额 1.87 亿元, 同比下降 8.96%, 其中, 按组合计提坏账准备的应收账款 0.89 亿元, 计提坏账准备 0.29 亿元, 计提比例 32.88%; 公司单项计提坏账准备的应收账款 0.54 亿元, 坏账准备计提比例 0.03%。

截至 2013 年底, 公司其他应收款账面余额 4.87 亿元, 计提坏账准备 0.19 亿元, 计提比例为 3.90%, 主要为主要为单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款, 为 3.57 亿元, 债务人主要为中国铝业山西分公司、山西介休鑫峪沟煤业有限公司、中铝国际(天津)建设有限公司等关联方的往来款, 账龄大部分在 2 年以内, 公司对关联方不计提坏账准备。

截至 2013 年底, 公司存货余额为 1.90 亿元, 同比增长 124.74%, 主要源自自制半成品及在产品的增长, 主要原因是公司为保证公司矿石产品销售, 增加了铝土矿库存。

截至 2013 年底, 公司非流动资产为 33.91

亿元, 同比下降 2.94%, 公司非流动资产各科目较上年变化不大。

截至 2014 年 3 月底, 公司资产总额 43.99 亿元, 同比增长 1.23%, 资产结构较上年变化不大。

总体看, 公司资产以非流动资产为主, 流动资产中应收账款和其他应收款占比高, 关联方占款严重, 资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底, 公司所有者权益合计 27.65 亿元(其中少数股东权益 0.58 亿元), 较上年底相对保持稳定。截至 2014 年 3 月底, 公司所有者权益 27.62 亿元, 较 2013 年底保持相对稳定。整体看, 公司实收资本和资本公积占比较高, 所有者权益稳定性较好, 但受较差的盈利水平影响, 未分配利润持续为负。

负债

截至 2013 年底, 公司负债合计为 15.80 亿元, 同比增长 8.22%, 其中流动负债占 87.01%, 非流动负债占 12.99%。

从有息债务来看, 公司 2013 年底全部债务为 5.05 亿元, 同比增长 25.94%, 其中短期债务占 59.41%, 长期债务占 40.59%。2013 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为 36.37%、15.44%和 6.90%, 同比分别增长 1.98、2.86 和 3.40 个百分点。截至 2014 年 3 月底, 公司全部债务为 5.08 亿元, 较 2013 年底增长 0.59%, 债务结构基本无变化。上述三个指标分别为 37.21%、15.54%和 7.00%, 分别较 2013 年底增长 0.85、0.09 和 0.10 个百分点。

总体看, 跟踪期公司债务负担小幅加重, 但仍维持在适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看, 2013 年底公司流动比率、速动比率分别为 69.44%和 55.65%, 截至 2014 年 3 月底以上指标分别为 72.30%和 57.37%, 2013 年公司经营现金流动负债比为

0.68%。公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力来看，公司 2011~2013 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均值分别为 4.91 倍和 3.21 倍，2013 年分别为 3.69 倍和 4.85 倍。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年 5 月底，公司存续期债券总额为 2 亿元，为 2012 年发行的额度 1 亿元、期限 3 年的中期票据“12 晋铝 MTN1”和 2013 年发行的额度 1 亿元、期限 3 年的“13 晋铝 MTN1”。2011~2013 年公司经营活动现金流入量波动中有所增长，三年均值为 12.06 亿元，“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”的 12.06 倍；同期公司经营活动现金净流量有所下降，三年平均分别为 0.54 亿元，为“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”的 0.54 倍；经营活动现金流入量和经营活动现金净流量三年均值分别为两期中期票据合计的 6.03 倍和 0.28 倍；2013 年公司经营活动现金流入量为 13.28 亿元，为“12 晋铝 MTN1”和“12 晋铝 MTN1”的 13.28 倍；经营活动现金净流量为 0.09 亿元，为“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”的 0.09 倍，经营活动现金流入量和净流量分别为两期中期票据合计的 6.64 倍和 0.05 倍。公司近三年 EBITDA 平均值为“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”的 1.39 倍，为两期中期票据合计的 0.70 倍；2013 年 EBITDA 为“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”1.37 倍，为两期中期票据合计的 0.69 倍。总体看，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期债券保障程度较高。

截至 2013 年底，公司“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”所募资金已全部使用。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 3.00 亿元，已全部使用，公司融资渠道有待拓展。公司为关联方山西介休市煜业选煤有限公司和山西介休鑫峪沟煤业有限公司提供贷款担保 2.47 亿元，担保比率为 8.94%，担保比率较低，被担保方均为中国铝业公司下属企业，违约风险较低。

5. 抗风险能力

公司作为中国铝业公司的下属子公司，债务负担较轻，但是公司主营业务分散、盈利能力弱，营业利润持续为负，关联交易及非经常性损益对公司经营影响较大。综合来看，公司抗风险能力一般。

九、债权保护条款

“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”由中国铝业公司（简称“中铝公司”）提供全额无条件不可撤销连带责任担保。

作为中国最大的有色金属企业，中铝公司初步形成了以铝为主的轻金属、以铜为主的重金属，以及稀有金属和其他各种金属等业务全面发展的格局。

中铝公司主要产品包括氧化铝、原铝、阴极铜，和相关的铝、铜加工材。截至 2012 年底，中铝公司氧化铝产量为 1273.45 万吨，占全国总产量的 33.78%；电解铝产量 422.11 万吨，占全国产量的 20.83%；铝加工方面，中铝公司产品分 30 多类、100 多种合金、1000 多个品种、14000 多种规格，广泛应用于国民经济各个领域。

铜资源方面，中铝公司控股的云铜集团拥有铜资源储量 766.74 万吨，同时中铝公司已取得秘鲁特罗莫克铜矿的开发权，拥有铜当量金属资源约 1200 万吨。2012 年中铝公司阴极铜产量 45.13 万吨。

截至 2013 年底，中铝公司合并资产总额 4662.85 亿元，所有者权益合计 702.09 亿元（其中少数股东权益 551.28 亿元）。2013 年，中铝公司实现营业收入 2792.85 亿元，利润总额 -65.47 亿元。

截至 2014 年 3 月底，中铝公司合并资产总额 4855.80 亿元，所有者权益合计 701.87 亿元（其中少数股东权益 553.85 亿元）。2014 年 1~3 月，中铝公司实现营业收入 631.22 亿元，利润总额 -30.94 亿元。

2011~2013 年，中铝公司经营活动现金流入量分别为 2720.22 亿元、3077.69 亿元和 3435.73

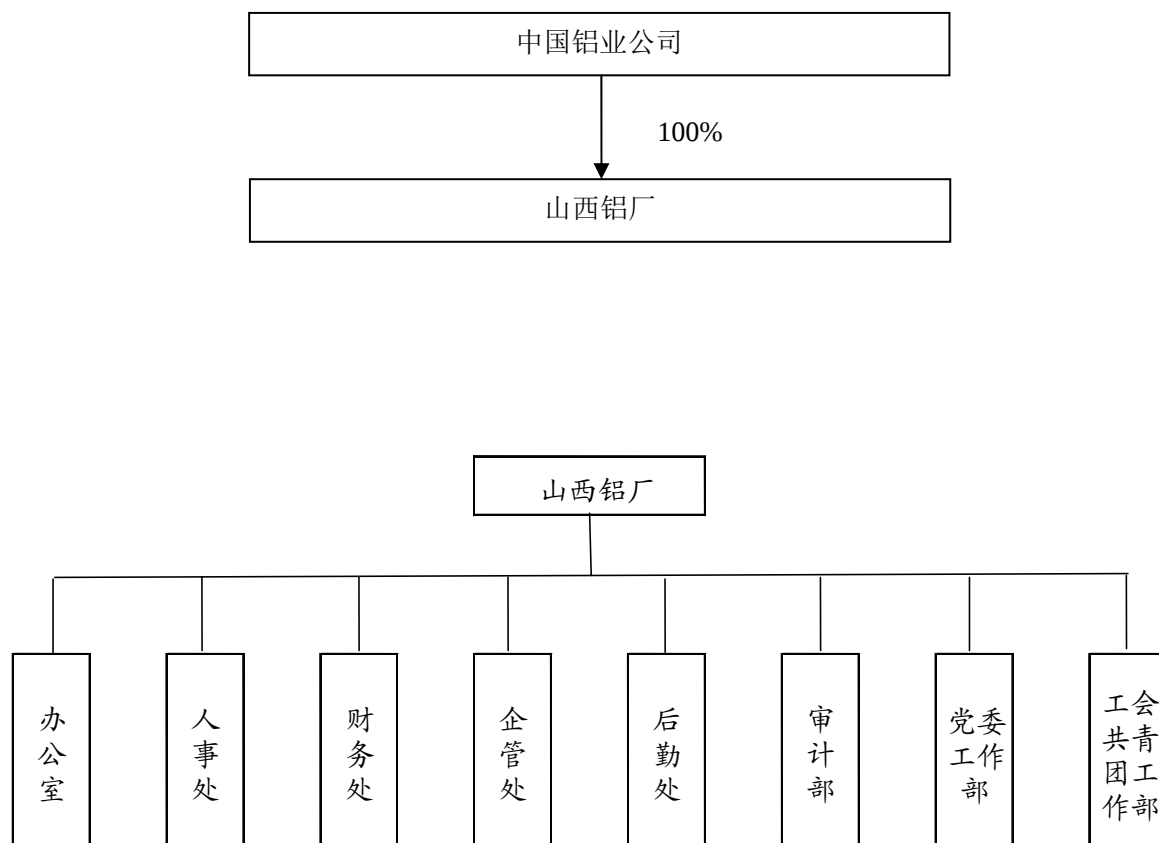
亿元,分别为“12晋铝MTN1”和“13晋铝MTN1”合计的1360.11倍、1538.85倍和1717.87倍;中铝公司经营活动现金净流量分别为2.17亿元、25.85亿元和136.52亿元,分别为“12晋铝MTN1”和“13晋铝MTN1”合计的1.09倍、12.93倍和68.26倍,中铝公司经营活动现金流入量和净流量对存续债券的保障能力极强。

经联合资信评定,中铝公司主体长期信用等级为AAA,展望为稳定,为“12晋铝MTN1”和“13晋铝MTN1”的担保显著提升了“12晋铝MTN1”和“13晋铝MTN1”的信用水平。

十、结论

综合考虑,联合资信维持公司A⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“12晋铝MTN1”和“13晋铝MTN1”AAA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.73	0.59	0.80	0.89
资产总额(亿元)	40.37	42.47	43.45	43.99
所有者权益(亿元)	27.93	27.87	27.65	27.62
短期债务(亿元)	3.60	3.00	3.00	3.00
长期债务(亿元)	0.00	1.01	2.05	2.08
全部债务(亿元)	3.60	4.01	5.05	5.08
营业收入(亿元)	10.44	11.21	13.83	3.33
利润总额(亿元)	0.08	0.10	0.01	0.02
EBITDA(亿元)	1.35	1.45	1.37	--
经营性净现金流(亿元)	2.30	0.13	0.09	0.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.75	5.12	6.39	--
存货周转次数(次)	15.00	13.28	8.67	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.27	0.32	--
现金收入比(%)	55.95	67.18	51.71	61.02
营业利润率(%)	12.75	12.84	12.41	12.02
总资本收益率(%)	1.09	1.01	0.55	--
净资产收益率(%)	0.14	0.18	-0.37	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	3.50	6.90	7.00
全部债务资本化比率(%)	11.42	12.58	15.44	15.54
资产负债率(%)	30.82	34.38	36.37	37.21
流动比率(%)	62.00	55.59	69.44	72.30
速动比率(%)	57.24	49.37	55.65	57.37
经营现金流动负债比(%)	18.57	0.92	0.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.44	5.33	4.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.66	2.77	3.69	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

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/主营业务收入×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。