

跟踪评级公告

联合[2015] 1488 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。



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: 2015 年 7 月 27 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	0.59	0.80	1.51	1.07
资产总额(亿元)	42.47	43.45	43.24	44.32
所有者权益(亿元)	27.87	27.65	24.41	25.95
长期债务(亿元)	3.00	3.00	3.70	3.50
全部债务(亿元)	4.01	5.05	5.75	5.58
营业收入(亿元)	11.21	13.83	12.25	2.75
利润总额(亿元)	0.10	0.01	-0.28	0.08
EBITDA(亿元)	1.45	1.37	0.98	--
经营性净现金流(亿元)	0.13	0.09	0.58	0.04
营业利润率(%)	12.84	12.41	15.77	16.53
净资产收益率(%)	0.18	-0.37	-1.47	--
资产负债率(%)	34.38	36.37	43.55	41.46
全部债务资本化比率(%)	12.58	15.44	19.07	17.70
流动比率(%)	55.59	69.44	61.96	64.87
全部债务/EBITDA(倍)	2.77	3.69	5.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.33	4.85	3.18	--
经营现金流/负债(%)	0.92	0.68	3.48	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 冰 李 嘉 牛文婧

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”)资产与收入规模有所下降, 但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”)作为山西铝厂的母公司, 会在融资、发展方面给予一定支持, 公司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. 山西铝厂作为中铝公司的全资子公司, 财务弹性较好。
2. 公司经营活动现金流入量对存续期债券保障程度较高。
3. 两期债券均由中铝公司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, 收入规模有所下降, 盈利能力弱。
2. 公司关联交易占营业收入比重大, 对公司利润和现金流影响较大。

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至“13 晋铝 MTN1”到期兑付日有效；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 2015 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 2015 年 3 月底,公司设有办公室、人事处、财务处、党群工作部、计划经营处、规划发展处等 10 个部室。

截至 2015 年 3 月底,公司拥有水泥厂、科技化工公司、孝义铝矿、沁源阳坡铝矿、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 8 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、山西中铝工业服务有限公司、山西晋铝物流有限公司、山西碳素厂、山西铝厂设计院、山西晋铝物业管理有限公司 7 家全资子公司和 6 家控股子公司。

截至 2014 年底,公司合并资产总额为 43.24 亿元,所有者权益合计为 24.41 亿元(其中少数股东权益 0.68 亿元)。2014 年,公司实现营业收入 12.25 亿元,利润总额-0.28 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司合并资产总额

为 44.32 亿元,所有者权益合计为 25.95 亿元(其中少数股东权益 0.82 亿元)。2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 2.75 亿元,利润总额 0.08 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

2014 年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值 636463 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为,在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万,调查失业率稳定在 5.1%左右,居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0%(扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005 亿元,比上年名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增加 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增加 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本

级) 75860 亿元, 比上年增加 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增加 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

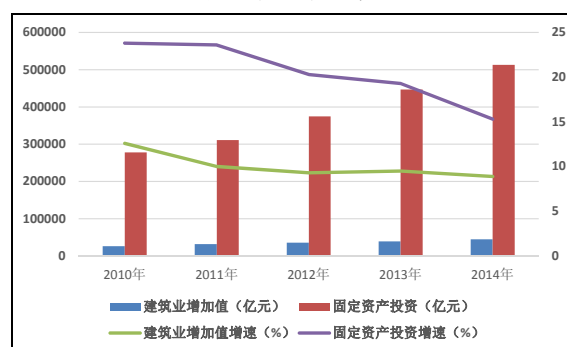
2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施 “一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础设施建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

2014 年全社会固定资产投资 512761 亿元, 比上年增长 15.3%, 扣除价格因素, 实际

增长 14.7%, 固定资产投资增速放缓。建筑行业与固定资产投资密切相关, 2010 年以来, 在国家宏观经济调控背景下, 固定资产投资增速持续放缓, 相应建筑业增速有所下降, 但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下, 建筑业增加值保持持续增长态势。2014 年, 全社会建筑业增加值 44725 亿元, 比上年增长 8.9%。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 6913 亿元, 增长 13.7%, 其中国有及国有控股企业 1639 亿元, 增长 11.7%。

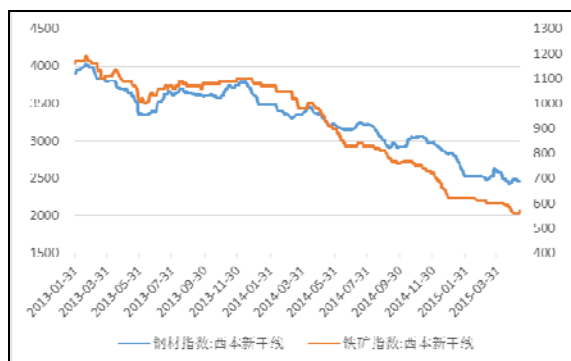
图 1 2010~2014 年中国建筑业增加值、固定资产投资及二者的增长率



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。2012 年, 受国内房地产、基建投资增速大幅回落及欧债危机深化导致钢铁内外需求量下滑影响, 中国铁矿石产量同比增速大幅下降, 与 2011 年产量基本持平。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 年下半年以来, 钢材价格延续了震荡走低的态势, 铁矿石价格跌幅扩大, 下跌幅度大于钢材价格。总体看, 2014 年钢铁行业产能过剩现象持续, 行业竞争仍然激烈, 钢材价格承压下行。铁矿石价格较快下跌缓解了钢铁企业的成本压力。

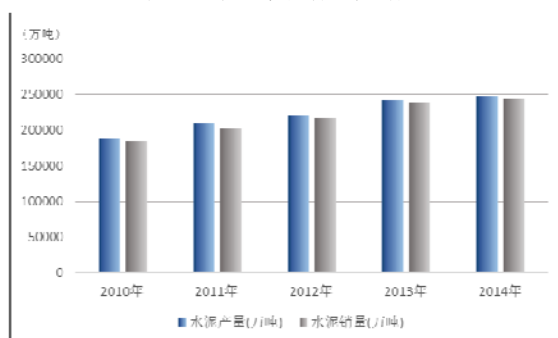
图2 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源：www.mysteel.com

受固定资产投资放缓的影响，2014年以来国内水泥需求整体趋弱，行业稳增长压力加大。2014年水泥产量24.76亿吨，同比增长1.8%，增速显著放缓，是自1991年以来的历史最低增速；2014年水泥销量24.47亿吨，同比增长2.4%。

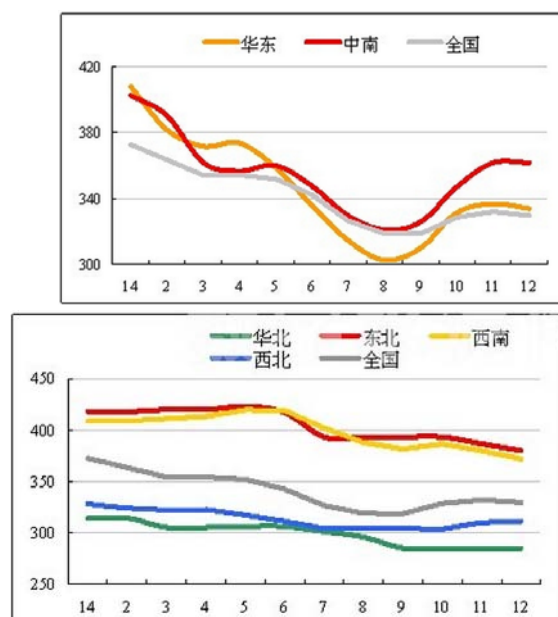
图3 中国水泥行业产销量



资料来源：Wind 资讯

2014年，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与2013年走势相反，与2012年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前8个月从380元/吨的高位持续下降至8月底最低位的325元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且12月份又有向下回调。

图4 2014年六大区域P.O42.5价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

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。在此背景下，近几年全国固定资产投资增速持续放缓。但同时考虑到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、管理制度及高层管理人员无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

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。2014年4月，公司关停了水泥厂，并在2015年1月挂牌交易，整体出售，之后公司不再从事水泥生产业务。

2014年公司实现营业收入12.25亿元，同比下降11.43%，收入下降的主要原因一是二级单位职工医院改制为参股公司，不再纳入山西铝厂报表合并范围，医务收入减少，二是水泥厂进入关停状态，水泥销售收入同比大幅减少。2014年公司利润总额为-2807.03万元，主要系2014年初财政部新修订《企业会计准则第9号—职工薪酬》，根据准则要求以及中铝资产经

营管理公司《关于辞退福利账务处理的批复》，公司于2014年一次性计提274名内退人员辞退福利5609万元，其中计入当期管理费用5069万元，计入未确认融资费用540万元，从而造成账面利润亏损状态。

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 22.61%和 31.67%，工程施工、监理占比较 2013 年有所下降，而后勤服务占比较 2013 年有所上升。2014 年，公司销售商品、提供劳务的关联交易额为 6.97 亿元，占同期营业收入的 56.90%，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 45.01%，关联交易占比较大。

从毛利率来看，2014年，公司综合毛利率为17.72%，较上年提高3.51个百分点。其中，后勤服务业务毛利率为35.01%，较上年提高5.03个百分点；工程施工、监理业务毛利率为12.52%，较上年提高3.31个百分点。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.75亿元，占2014年全年的15.52%，其中，工程施工、监理占24.73%，后勤服务占29.82%，较2013年变化不大；同时公司整体毛利率水平上升0.76个百分点，至18.48%。

表1 公司主营业务情况（单位：亿元，%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	3.24	9.01	4.54	9.21	2.77	12.52	0.68	12.67
后勤服务	3.75	28.42	3.79	29.98	3.88	35.01	0.82	40.15
商品贸易	1.40	3.35	2.31	4.28	3.31	4.81	0.75	5.53
其他	2.82	10.36	3.19	9.80	2.29	13.41	0.50	10.01
合计	11.21	15.15	13.83	14.21	12.25	17.72	2.75	18.48

资料来源：公司提供

工程施工、监理

公司工程施工企业包括：山西晋正建设工程项目管理有限公司、山西铝厂园林绿化工程有限公司和晋铝建安公司等。跟踪期内，公司工程施工、监理业务收入下降明显，2014 年该

板块实现营业收入 2.77 亿元，较上年减少 38.97%，主要是工程合同签订量减少使得工程收入同比下降。但 2014 年该板块毛利率上升至 12.52%，同比增加 3.31 个百分点，因为公司规范物资采购流程减少中间商使得采购成

本降低，清退劳务用工减少了人工成本，从而降低了工程成本，毛利率提高。

2015 年 1~3 月，该板块实现营业收入 0.68

亿元，占营业收入的 24.73%，同比变化不大，毛利率为 12.67%。

表2 2014年公司主要新签固定造价合同

项目名称	合同总金额（万元）
200Kt/a 粉煤灰项目白炭黑工程调试服务	641.08
2*35 万吨/年铝基新材料工程施工合同-全场电气	208.34
2*35 万吨/年铝基新材料工程施工合同-预脱硅	652.40
结晶碱分离及苛化工程	1021.82
原燃料厂检修维护及辅助运行（包保）	1350.00
拜耳一厂检修维护及辅助运行（包保）	1100.00
赤泥堆场扩建（新建拜耳法赤泥压滤）	739.72
广西德保联丰联丰铝业金属镓项目	815.92
合计	6529.28

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，2014 年实现收入 3.88 亿元，同比增长 2.37%，占营业收入的 31.67%。同时后勤服务业务毛利水平较高，2014 年为 35.01%，较上年提高 5.03 个百分点。2015 年 1~3 月，公司后勤服务业务实现收入 0.82 亿元，占营业收入的 29.82%，毛利率 40.15%。

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。公司的贸易模式主要是通过参与各企业物资采购招标，中标后实现物资购销业务，通过购销差价获取利润。跟踪期内，公司加大市场开拓力度，贸易业务收入规模和毛利率均有所提升，2014 年公司商品贸易业务实现营业收入 3.31 亿元，同比增长 43.29%，占营业收入的 27.02%，商品贸易的毛利率小幅提高至 4.81%。2015 年 1~3 月，

公司商品贸易实现收入 0.75 亿元，毛利率为 5.53%。

公司其他业务板块业务主要包括水泥和拟薄水铝石等。2014 年，其他业务营业收入合计 2.29 亿元，同比下降 28.21%，毛利率为 13.41%。其他业务收入下降主要是因为 2014 年 4 月水泥厂进入关停状态，水泥销售收入同比大幅减少所致。2014 年水泥的产、销量分别只有 2.93 万吨和 4.37 万吨。拟薄水铝石 2014 年产量 1.22 万吨，销量 1.19 万吨，与上年基本持平。2015 年 1~3 月，其他业务收入 0.50 亿元，毛利率为 10.01%。

表3 近期公司其他业务主要产品产销情况(单位: 万吨)

产品		2012年	2013年	2014年	15年 1~3月
水泥	产量	26.19	23.37	2.93	0
	销量	26.00	23.05	4.37	0
拟薄水铝石	产量	1.47	1.24	1.22	0.23
	销量	1.43	1.16	1.19	0.23

资料来源：公司提供

总体看，公司主营业务分散，收入规模较小、盈利能力较弱，关联方交易占比大。

2. 经营效率

从经营效率指标来看，2012~2014年公司总

资产周转次数分别为0.27次、0.32次和0.28次，三年平均值为0.29次；存货周转次数分别为13.28次、8.67次和5.39次，三年平均值为9.11次；销售债权周转次数分别为5.12次、6.39次和5.47次，三年平均值为5.66次。总体来看，公司整体资产经营效率一般，且2014年经营效率指

标较2013年整体下滑。

3. 未来发展

截至2015年3月底，公司有在建项目5个，概算总投资1395万元，截至2015年3月底已完成投资1262.24万元，未来投资压力小。

表4 截至2015年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	概算总投资	截至2015年3月底已完成投资	未来投资额
翠溪外网（给排水）	195	99.46	95.54
翠溪区供暖外网	430	444.89	-
翠西外网道路（11号路）	475	475.00	-
2012-GG-16十五号路南段道路	235	207.87	27.13
电子汽车衡改造	60	35.02	24.98
合计	1395	1262.24	147.65

资料来源：公司提供

注：1. 翠溪区供暖外网项目因建造过程中成本有变导致挂账金额超过概算金额；

2. 翠西外网道路（11号路）项目还未交工验收办理工程转固手续，仍属于在建工程。

八、财务分析

公司提供的2014年财务数据经北京兴华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2015年一季度财务数据未经审计。

截至2014年底，公司合并资产总额为43.24亿元，所有者权益合计为24.41亿元（其中少数股东权益0.68亿元）。2014年，公司实现营业收入12.25亿元，利润总额-0.28亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为44.32亿元，所有者权益合计为25.95亿元（其中少数股东权益0.82亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入2.75亿元，利润总额0.08亿元。

1. 盈利能力

2014年公司实现营业收入12.25亿元，同比下降11.43%，公司营业收入下降主要系水泥厂关停和职工医院不再纳入合并范围所致。2014年公司营业成本为10.08亿元，同比下降15.06%，降幅略高于营业收入降幅。

从期间费用来看，公司2014年期间费用为2.19亿元，占营业收入的17.84%，较上年提高4.82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。

2014年公司营业外收入为532.80万元，同比增长50.20%，主要系政府补助增加所致。2014年公司获得政府补助456万元，全部为山西省发放的节能奖励资金¹。2014年公司营业外支出133.44万元，主要为赔偿金、违约金及罚款支出。

2014年公司实现营业利润-3206.39万元，利润总额-2807.03万元，亏损主要系公司于2014年一次性计提274名内退人员辞退福利并计入当期管理费用所致。

从盈利指标来看，公司2014年营业利润率为15.77%，较上年提高3.36个百分点；总资产收益率和净资产收益率分别为-0.17%和-1.47%，分别较上年下降0.72和1.10个百分点，公司账面亏损规模继续扩大。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.75

¹ 依据运城市财政局《关于清算中央节能技改奖励资金的通知》，子公司兴业冶金材料有限公司享受能源节约利用财政补贴。

亿元、利润总额 766.80 万元，为上年同期的 3.77 倍。公司 2015 年 1~3 月营业利润率为 16.53%。

整体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，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

经营活动方面，2014 年公司经营活动现金流入为 14.15 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（7.30 亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（6.85 亿元）。2014 年公司经营活动现金流出 13.57 亿元，经营活动现金流量净额为 0.58 亿元。2014 年公司现金收入比为 59.59%，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。若将收到其他与经营活动有关的现金考虑在内，公司收入实现质量较高。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入 0.03 亿元，全部为收回投资收到的现金；投资活动现金流出为 0.18 亿元，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金（0.08 亿元）和投资支付的现金（0.1 亿元），2014 年公司投资活动现金净流出 0.14 亿元。

2014 年公司筹资活动前现金流量净额为 0.44 亿元，公司经营活动产生的现金对公司投资活动所需现金的覆盖能力有所增强。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入和流出分别为 4.24 亿元和 4.06 亿元，分别同比下降 29.23%和 24.06%。公司筹资活动现金净流入 0.18 亿元，较上年减少 0.47 亿元。

2015 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 0.04 亿元、0.08 亿元和 -0.25 亿元。现金收入比为 68.81%，收入实现质量较 2014 年底有所提高。

总体看，公司经营活动获现能力好，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 2014 年底，公司资产总额为 43.24 亿

元，同比减少 0.49%。其中流动资产占 23.92%，非流动资产占 76.08%，流动资产占比小幅提升，公司资产仍以非流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产为 10.34 亿元，同比增长 8.34%，主要源自货币资金的增长。公司流动资产主要由货币资金（占 10.98%）、应收账款（占 20.78%）、存货（17.12%）和其他应收款（占 47.03%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金 1.14 亿元，同比增长 144.72%，其中银行存款占 99.98%。

截至 2014 年底，公司应收账款余额 1.96 亿元，同比增长 4.97%，其中，按组合计提坏账准备的应收账款 1.24 亿元，计提坏账准备 0.30 亿元，计提比例 24.04%；公司单项计提坏账准备的应收账款 0.45 亿元，坏账准备计提比例 0.19%。

截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 4.82 亿元，计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例为 4.27%，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 4.08 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 2014 年底，公司存货账面余额为 1.98 亿元，同比下降 5.48%，主要源自原材料和工程施工（已完工未结算款）的减少。公司存货主要由原材料（占 10.39%）、自制半成品（占 70.06%）和库存商品（占 15.99%）构成。公司共计提存货跌价准备 0.13 亿元，计提比例不高。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 32.90 亿元，同比下降 2.98%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 30.76%）、固定资产（占 18.97%）和无形资产（占 34.90%）构成，公司非流动资产各科目较上年变化不大。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 44.32 亿元，较 2014 年底上身 2.50%，资产结构变化不大。

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 2014 年底，公司所有者权益合计 24.41 亿元（其中少数股东权益 0.68 亿元），较上年底减少 11.73%，主要是未分配利润累计亏损 5.79 亿元。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 25.95 亿元，较 2014 年底小幅增长。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，但受主业盈利水平较低影响，未分配利润持续为负。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计为 18.83 亿元，同比增长 19.18%，主要系流动负债中的应付职工薪酬大幅增长所致。其中流动负债占 88.65%，非流动负债占 11.35%，公司主要以流动负债为主。截至 2014 年底，公司流动负债合计 16.69 亿元，较上年底增长 21.42%，主要以短期借款、应付票据、应付职工薪酬和其他应付款为主。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 2.14 亿元，与上年基本持平，主要为长期借款（2.05 亿元）。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 18.38 亿元，其中流动负债占 88.39%，非流动负债占 11.61%，较 2014 年底变化不大。

从有息债务来看，公司 2014 年底全部债务为 5.75 亿元，同比增长 13.86%，其中短期债务占 64.35%，长期债务占 35.65%。2014 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 43.55%、19.07%和 7.75%，同比分别增长 7.18、3.63 和 0.85 个百分点。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 5.58 亿元，较 2014 年底下降 2.96%，债务结构基本无变化。上述三个指标分别为 41.46%、17.70%和 7.42%，分别较 2014 年底减少 2.09、1.37 和 0.33 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，2014 年底公司流动比率、速动比率均较上年有所下降，分别为 61.96%和 50.90%，主要由于流动负债增幅较大。截至 2015 年 3 月底，上述两项指标分别提高至 64.87%和 52.33%。综合看，公司短期偿债能力偏弱。2014 年公司经营现金流动负债比为 3.48%，较上年上升 2.80 个百分点，短期支付压力大。

从长期偿债能力来看，2014 年公司 EBITDA 为 0.98 亿元，较上年下降 28.11%，主要由于公司利润总额亏损所致。2014 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.18 倍和 5.84 倍，公司对利息和全部债务的保护能力较上年有所下降，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年 3 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”。单独年份最高偿还额度为 1 亿元。

2012~2014 年公司经营活动现金流入量波动中不断增长，三年均值及 2014 年值分别为最高偿还额度的 13.18 倍和 14.15 倍；同期公司经营活动现金净流量波动增长，三年均值及 2014 年值分别为最高偿还额度的 0.34 倍和 0.58 倍；公司 EBITDA 的三年均值及 2014 年值分别为最高偿还额度的 1.19 倍和 0.98 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券保障程度较高。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 3.5 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 2.02 亿元，担保比率为 8.28%，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 2014 年底，中铝公司氧化铝产量为 1202 万吨，占全国总产量的 26.80%；电解铝产量 384.14 万吨，占全国产量的 15.76%；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 907.20 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。2014 年中铝公司阴极铜和铜加工产品产量分别 52.06 万吨和 31.58 万吨。

近年来受主要有色金属产品价格持续下跌的影响，中铝公司经营业务亏损严重。但目前中铝公司仍在国内氧化铝和电解铝生产方面保持了较强的规模优势，加上未来不断向上游铝土矿和能源产业延伸、进行产业结构调整、以及 2014 年大幅减少人员负担、处置亏损严重的长期不良资产等措施均将减轻未来运营包袱。

截至2014年底，中铝公司合并资产总额4864.49亿元，所有者权益合计555.94亿元（其

中少数股东权益482.59亿元）。2014年，中铝公司实现营业收入2800.08亿元，利润总额-197.46亿元。

截至2015年3月底，中铝公司合并资产总额4943.95亿元，所有者权益合计554.70亿元（其中少数股东权益475.58亿元）。2015年1~3月，中铝公司实现营业收入537.45亿元，利润总额-11.50亿元。

总体看，中铝公司作为国内最大的铝产品生产企业，在资源储备、市场规模、下游产业链等方面具有明显的竞争优势。经联合资信评定，中铝公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

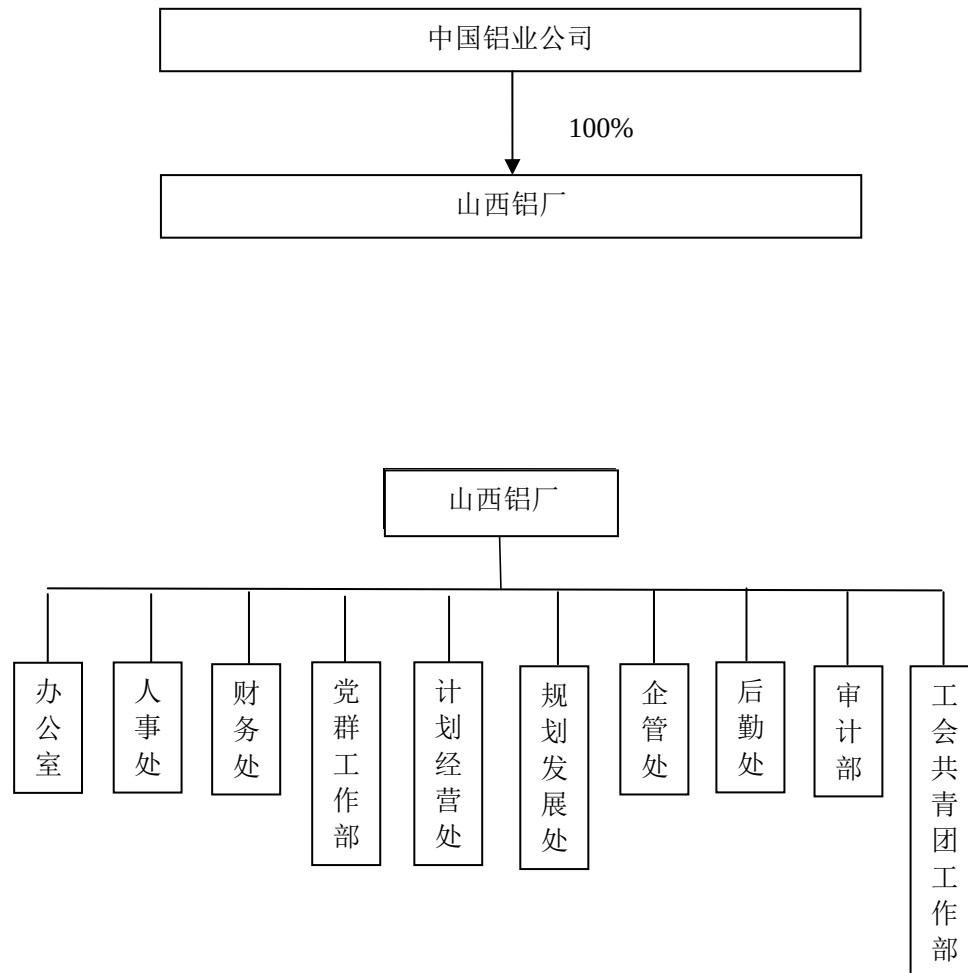
2012~2014年，中铝公司经营活动现金流入量分别为3077.69亿元、3435.73亿元和3590.62亿元，分别为“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”合计的1538.85倍、1717.87倍和1795.31倍；中铝公司经营活动现金净流量分别为25.85亿元、136.52亿元和147.73亿元，分别为“12 晋铝 MTN1”和“13 晋铝 MTN1”合计的12.93倍、68.26倍和73.87倍，中铝公司经营活动现金流入量和净流量对存续债券的保障能力极强。

综上分析，中铝公司整体担保实力极强，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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.59	0.80	1.51	1.07
资产总额(亿元)	42.47	43.45	43.24	44.32
所有者权益(亿元)	27.87	27.65	24.41	25.95
短期债务(亿元)	3.00	3.00	3.70	3.50
长期债务(亿元)	1.01	2.05	2.05	2.08
全部债务(亿元)	4.01	5.05	5.75	5.58
营业收入(亿元)	11.21	13.83	12.25	2.75
利润总额(亿元)	0.10	0.01	-0.28	0.08
EBITDA(亿元)	1.45	1.37	0.98	--
经营性净现金流(亿元)	0.13	0.09	0.58	0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.12	6.39	5.47	--
存货周转次数(次)	13.28	8.67	5.39	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.32	0.28	--
现金收入比(%)	67.18	51.71	59.59	68.81
营业利润率(%)	12.84	12.41	15.77	16.53
总资本收益率(%)	1.01	0.55	-0.17	--
净资产收益率(%)	0.18	-0.37	-1.47	--
长期债务资本化比率(%)	3.50	6.90	7.75	7.42
全部债务资本化比率(%)	12.58	15.44	19.07	17.70
资产负债率(%)	34.38	36.37	43.55	41.46
流动比率(%)	55.59	69.44	61.96	64.87
速动比率(%)	49.37	55.65	50.90	52.33
经营现金流动负债比(%)	0.92	0.68	3.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.33	4.85	3.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.77	3.69	5.84	--

注：2015 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。