

中铝国际工程股份有限公司

2015 年度第一期中期票据

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100859】

评级对象: 中铝国际工程股份有限公司 2015 年度第一期中期票据

15 中铝国工 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 7 月 17 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 22 日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2015 年 4 月 3 日

主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	22.54	17.79	20.73	12.35
刚性债务	61.58	70.26	87.28	102.35
所有者权益	36.93	49.41	52.59	52.98
经营性现金净流入量	2.31	-8.38	-0.11	-0.87
合并口径数据及指标:				
总资产	315.20	438.08	453.74	444.73
总负债	222.48	298.11	332.46	323.14
刚性债务	92.39	128.31	142.34	150.46
所有者权益	92.72	139.97	121.28	121.59
营业收入	209.62	269.66	360.65	62.24
净利润	6.23	11.21	8.17	0.84
经营性现金净流入量	-4.93	-12.83	16.40	-12.10
EBITDA	14.84	21.27	19.75	—
资产负债率[%]	70.58	68.05	73.27	72.66
权益资本与刚性债务 比率[%]	100.35	109.09	85.20	80.81
流动比率[%]	126.55	133.91	125.49	125.49
现金比率[%]	30.76	35.71	28.00	18.60
利息保障倍数[倍]	2.70	3.70	2.67	—
净资产收益率[%]	6.94	9.64	6.26	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-2.37	-5.52	5.85	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	4.54	-6.04	3.89	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.19	4.23	3.16	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.19	0.15	—

注: 根据中铝国际经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算; 其中 2015 年和 2016 年数据为追溯调整后数据。

分析师

宋联瑶 syy@shxsj.com
高珊 gs@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对中铝国际工程股份有限公司(简称“中铝国际”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 15 中铝国工 MTN001 的跟踪评级反映了 2017 年以来中铝国际在市场地位、行业竞争及外部融资等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在下游需求、工程回款及海外项目管理等方面继续面临压力。

主要优势:

- **较显著的市场地位。**中铝国际长期从事有色金属工程总承包业务,具备多项施工资质,在国内外具有一定的品牌知名度和市场竞争优势。
- **经营稳定。**通过外部并购及自身发展,近年来中铝国际营业收入规模持续扩大,良好的经营业绩可为公司债务偿还提供一定的支撑。
- **融资渠道畅通。**作为 H 股上市公司,中铝国际直接融资渠道较畅通,同时与多家商业银行保持了良好合作关系,间接融资渠道畅通。2018 年 6 月 8 日,公司收到证监会通知,获准 A 股发行,A 股发行后公司资本实力将进一步增强。

主要风险:

- **下游行业需求不足。**跟踪期,国内有色金属行业景气度有所回升,但行业大规模基础设施建设期已过,中铝国际有色金属工程施工业务开展或面临市场需求不足的风险。
- **回款风险。**中铝国际存货中建造合同形成的已完工未结算资产、应收业主及其相关方占用资金及应收账款规模大,面临一定的回款风险。
- **实际财务杠杆水平较高。**中铝国际有息债务规模较大,且以短期刚性债务为主;近年来公司发行多期永续债,实际财务杠杆水平较高。
- **未决诉讼及担保代偿风险。**截至 2017 年末,

中铝国际存在多笔未决诉讼，涉诉金额较大；同期末，子公司九冶建设对外担保余额为3.25亿元。公司面临一定的或有风险。

- 永续中票利息延期支付风险。15 中铝国工 MTN001 允许递延付息，递延支付无递延次数限制，存在递延付息风险。

评级关注

- “15 中铝国工 MTN001” 将于 2018 年 7 月 24 日到达第一个行权日，新世纪评级将持续关注中铝国际对本期中票的赎回权的行使结果，及其对公司财务负担的影响。

➤ 未来展望

通过对中铝国际工程股份有限公司及其发行的上述中票主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述中票还本付息安全性很高，并给与上述中票 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中铝国际工程股份有限公司

2015 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中铝国际工程股份有限公司 2015 年度第一期中期票据（简称“15 中铝国工 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中铝国际提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对中铝国际的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2018 年 6 月末，该公司尚有本金合计 36.08 亿元的境内债券及 3.50 亿美元境外永续债仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。公司存续债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2018 年 6 月末公司存续期债务融资工具概况

债项简称	发行金额 (亿元)	期限 (年/天)	票面利率 (%)	起息日	待偿还本金规模 (亿元)	到期时间
15 中铝国工 MTN001	2.00	3+N (年)	5.15	2015-07-24	2.00	--
16 中工 01	9.00	2+1 (年)	5.65	2016-06-17	7.00	2019-06-17
16 中工 Y1	12.08	3+N (年)	5.00	2016-10-13	12.08	--
17 中工 Y1	5.00	3+N (年)	6.00	2017-03-17	5.00	--
18 中铝国工 SCP001	10.00	240 天	5.28	2018-04-04	10.00	2018-11-30
境外永续债	3.5 亿美元	3+N (年)	5.70	2016.12.01	3.5 亿美元	--

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，

经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提

供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

➤ 建筑施工行业

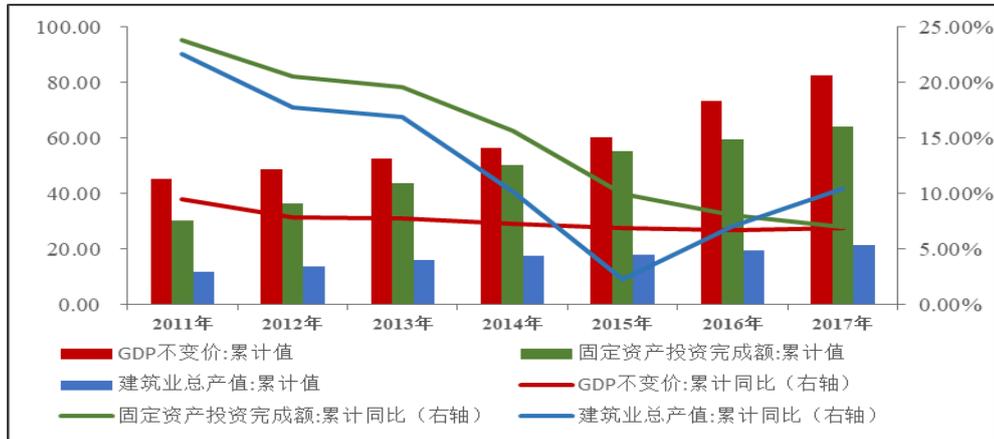
建筑施工行业与宏观经济变化密切相关。近年来，我国有色金属行业产能过剩，有色金属行业固定资产投资整体呈下降趋势，国内有色金属行业工程需求有所放缓。2017年在供给侧改革背景下，行业政策执行效果明显，去产能叠加环保限产，有色金属产量增速持续放缓，产品价格持续回升，行业景气度回暖。建筑施工行业进入门槛低，企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。

A. 行业概况

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于2015年跌至1.99%。2016年，我国宏观经济总体企稳，年度国内生产总值为74.41万亿元，全国城镇固定资产投资完成额累计59.65万亿元，分别较上年同期增长6.70%和8.14%，尽管增速仍呈现持续下滑趋势，但建筑施工业生产总值增速却有所回升，当年全国建筑施工业企业完成总产值19.36万亿元，同比增长7.09%。2017年，我国实现国内生产总值82.71万亿

元，固定资产投资完成额累计 64.12 万亿元，分别较上年增长 6.9%和 7.0%，固定资产投资增速较上年同期略微下滑。我国建筑施工业延续 2016 年发展态势，全国建筑业总产值为 21.40 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年提高 3.41 个百分点。

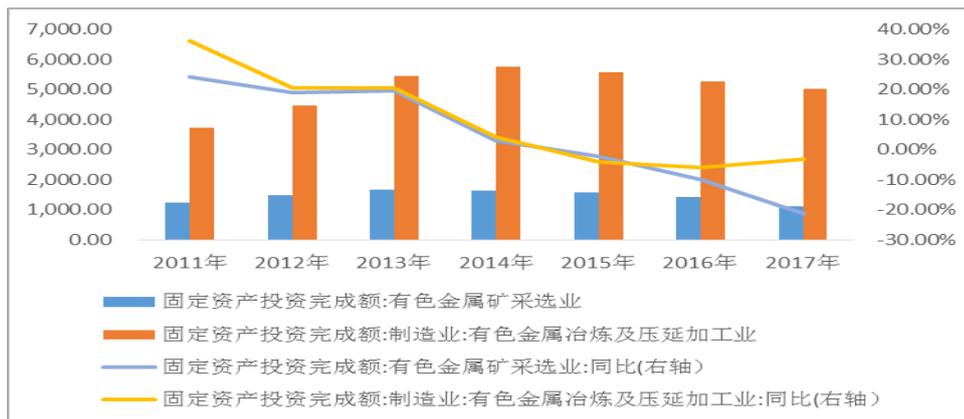
图表 2. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势



资料来源：国家统计局（单位：万亿元）

近年建筑行业新签合同额在 2015 年呈现波动，但总体呈增长态势。2013~2016 年，建筑行业新签合同额分别为 17.48 万亿元、18.47 万亿元、18.44 万亿元、21.28 万亿元。2016 年中期政府加大基础设施建设力度的效果开始显现，当年我国建筑施工企业新签合同同比增长 15.42%，扭转了上年下降的局面。2017 年以来，受国家密集如雨的产业政策刺激，行业新签合同额强势上涨，2017 年前三季度，建筑业新签合同额 16.68 万亿元，同比增长 22.0%。

图表 3. 近年来我国有色金属行业固定资产投资总额及其增速

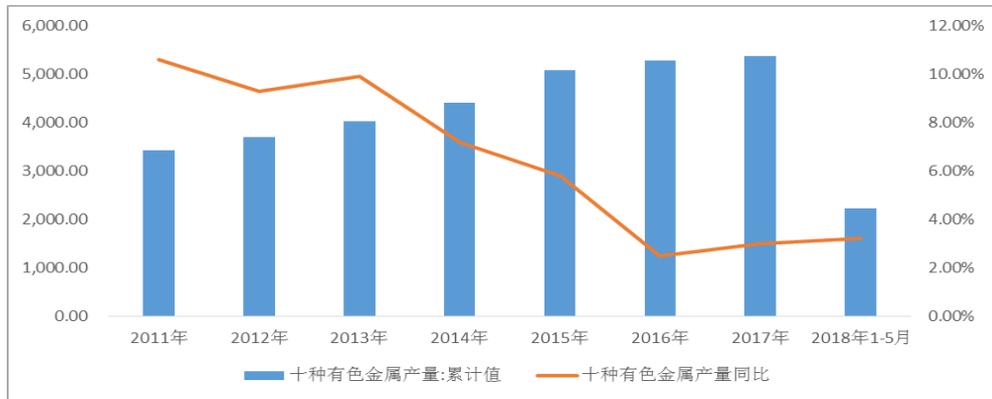


资料来源：国家统计局（单位：亿元）

我国有色金属行业已经基本完成大规模的投资建设，加之在严格控制有色金属总产量、加快淘汰落后产能等相关政策的实施，我国有色金属行业固定资产投资增速整体呈下滑趋势，相关工程的需求主要表现在对原有生产线的改造和更新。自 2015 年以来，我国有色金属冶炼和压延加工业年度固定资产投资完成额逐年下滑，2015~2017 年分别完成投资额 5,579.04 亿元、5,258.54 亿元

和 5,038.38 亿元，较上年同比分别下降 4.00%、5.80% 和 3.00%，2017 年有色金属行业固定资产投资下滑速度收窄。

图表 4. 近年来我国十种有色金属产量及增速



资料来源：国家统计局（单位：亿元）

有色金属行业结构性矛盾突出，电解铝等部分冶炼及低端加工产能过剩与部分品种及高端深加工产品短缺并存。得益于调结构促转型增效益工作，无序竞争有所遏制，市场供求关系得到改善，行业效益明显改善。2017 年，我国十种有色金属产量为 5,377.80 万吨，同比增长 3.00%。其中铜年产量为 899 万吨，同比增长 7.7%；铝年产量为 3,227 万吨，同比增长 1.6%。2017 年以来，以美欧为首的发达经济体复苏，全球经济数据稳步回升，大宗商品价格持续回暖，主要有色金属产品价格继 2016 年触底后持续反弹，国内主要有色金属价格同比大幅回升。2017 年，我国铜和铝现货均价分别为 49,256 元/吨和 14,521 元/吨，同比增长分别为 29.2% 和 15.9%；同年规模以上有色金属企业主营业务收入 60,444 亿元、利润 2,551 亿元，同比分别增长 13.8%、27.5%¹。

“十三五”时期，我国经济进入新常态，整体经济增速由“十二五”时期的高速转为中低速，铜铝等主要消费品种增速亦将明显放缓。未来有色金属冶炼行业产业升级、向中高端方向发展成为企业发展的重要机遇。此外为落实“一带一路”战略部署，充分发挥我国有色金属行业发挥技术及装备优势，国务院鼓励有实力的企业集团在资源丰富的中部和南部非洲、中亚、东南亚、西亚、中东、南美等地区建设冶炼项目，在有色金属消费潜力较大的国家和地区建设深加工项目，开展国际产能合作。

B. 政策环境

2017 年 2 月，国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出要深化建筑业简政放权改革、完善工程建设组织模式、加强工程质量安全管理、优化建筑市场环境、提高从业人员素质、推进建筑产业现代化、加快建筑企业“走出去”等要求。4 月，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出全国建筑业总产值年均增长 7%、建筑业增加值年均增长 5.5%

¹ 数据来源：2018 年 2 月 28 日，原料工业司发布的《2017 年有色金属行业运行情况及 2018 年工作考虑》。

的市场目标，这将进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；并在产业结构调整目标中明确：促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业。9月12日，国务院发布《关于开展质量提升行动的指导意见》，明确要求：确保重大工程建设质量和运行管理质量，建设百年工程。9月14日，住房和城乡建设部发布《关于坚强和改善工程造价监管的意见》，要求加强工程造价监管，合理确定建设工期，杜绝任意压缩合同工期行为；推进工程价款施工过程结算制度，规范工程预付款、工程进度款支付。相关政策的出台，将推进建筑施工行业持续、健康发展。

2017年以来，有色金属行业供给侧改革持续推进，4月，发改委、工信部等四部委发布清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案，启动对违法违规电解铝产能的整顿，根据有色金属协会统计，自启动以来，目前已有529万吨建成产能停产，另有505万吨在建产能停建，总计涉及违法违规电解铝产能1034万吨。2017年以来，国家安监总局推出多项矿山安全生产政策，并于9月在全国范围内开展安全生产大督查，同时，环保部推出排污者付费、第三方治理与排污许可证制度，碳交易市场已经启动，新环境税法已于2018年1月1日起实施，预计未来一段时间环保及安全督查将逐渐常态化。环保以及安全督查趋严，短期内将增加企业运营成本，但中长期看将有利于行业过剩产能快速出清，促进行业结构进一步优化。

C. 竞争格局/态势

中铝国际传统的工程承包业务主要集中在电解铝等有色金属工程方面。受国家有色金属行业产能控制等影响，该公司有色金属工程业务量有所下降，经营压力较大。近年来，公司积极开拓各类民用建筑、市政建设项目、棚户区保障房建设等非有色金属工程承包业务。但非有色金属建筑施工行业竞争激烈，目前该业务承建主要采用投资模式，公司面临的资金压力或不断加大。

建筑行业进入门槛低，导致建筑企业数量众多，截至2018年3月末，建筑企业达到84,185家，从业人数达到3,934.85万人。十八大以来，我国建筑行业资质结构渐趋优化，高资质等级企业市场占有率不断提升，产业集中度进一步提高。2016年，我国特、一级建筑业企业数量较2012年增长21.1%，占全部建筑业企业个数比重为12.4%，比2012年提高了1.2个百分点。但总体看，建筑行业产业集中度仍处在低水平，行业处在过度竞争状态；在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。

图表 5. 建筑施工行业概况

指标	单位	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年3月末
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	77,822
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	3,934.85

数据来源：国家统计局、Wind

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	总资产	资产负债率	应收账款及存货合计占资产总额的比重	净利润	经营性净现金流
中国冶金科工集团有限公司	2,513.22	13.01	97.70	4,208.50	77.84	45.59	53.93	188.39
中国冶金科工股份有限公司	2,440.00	13.09	97.50	4,145.65	76.52	46.26	67.12	184.18
中国核工业建设集团有限公司	526.12	13.29	89.73	1,478.27	82.14	40.63	7.29	-13.45
中国化学工程集团有限公司	599.65	15.01	87.40	891.81	63.40	37.41	14.54	27.18
中铝国际工程股份有限公司	360.65	9.38	91.96	453.74	73.27	51.03	8.17	16.40
中国中材国际工程股份有限公司	195.54	16.81	101.53	297.15	73.26	22.04	9.80	-19.60
中煤矿山建设集团有限责任公司	139.63	10.98	76.83	262.50	79.35	43.37	0.73	9.63
七冶建设集团有限责任公司	152.64	5.03	100.40	164.16	87.01	53.59	1.49	2.02

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

有色金属行业下游需求不足。我国有色金属行业已经基本完成大规模的投资建设，加之在严格控制有色金属总产量、加快淘汰落后产能等相关政策的实施，有色金属行业固定资产投资增速整体呈下滑趋势，相关工程的需求主要表现在对原有生产线的改造和更新。有色金属行业施工企业业务开展面临下游需求不足的风险。

融资压力大。我国建筑施工业的负债水平高，自 2007 年以来负债率总体维持在 72% 以上的水平。2017 年末建筑施工企业负债总额达 11.03 万亿元，行业资产负债率为 76.76%，比上年末略有下降。建筑施工企业的债务负担较重，且在金融去杠杆背景下，融资成本呈上升趋势。2017 年，建筑施工企业财务费用累计 238.88 亿元，对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力偏弱。

回款风险加大。建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。近年我国建筑施工企业应收工程款、存货累计值逐年上升，以房地产开发为主要业主的房建施工企业回款风险进一步增加。

成本控制难度上升。建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2017 年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升。

近三年来建筑产业劳动生产率变化较小，随着建筑施工业产值收入的增

长，从业人数不断增加两方面原因加上较大资金压力导致的融资成本升高、投资增速放缓导致的竞争压力加剧进一步拉低建筑施工业整体盈利水平，尽管建筑业企业总收入及利润总额逐年增长，但主营业务毛利率和产值利润率均持续下滑。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司继续以工程承包为核心主业，受下游行业景气度上升、在手订单进入施工高峰期的影响，工程承包业务收入增长明显；同时贸易销售业务增长，当期公司营业收入规模增幅较大。但受原材料成本上升等因素的影响，公司毛利率逐年下滑，2017 年公司盈利能力有所下降。

该公司传统经营主业包含工程设计与咨询、工程承包和装备制造三大领域，其中工程承包为公司核心主业。2014 年以来，公司开展与主业相关的设备及原材料贸易业务，贸易业务收入规模逐年增长，但该业务盈利空间小、毛利贡献率低。

在工程承包业务方面，该公司长期从事有色金属工程总承包业务，在国内外具有一定的品牌知名度和市场竞争优势，公司在 2017 年度 ENR(Engineering News-Record)“全球最大 250 家国际承包商”中排名 245。在有色金属工程施工方面，公司主要采用 EPC 工程总承包模式，少量采用 PMC、PC 或 EP 模式。受下游有色金属生产行业产能过剩的影响，近年来公司积极拓展民用建筑及市政类工程施工项目，主要通过 BT、PPP 等投融资模式开展非有色金属工程施工业务。

工程设计与咨询业务是该公司的传统业务。作为专门从事有色金属材料加工设计及咨询业务的大型综合设计研究单位，公司能够提供包括采矿、选矿、冶炼、金属材料加工等有色金属产业链每一个阶段的工程设计与咨询服务，在该领域的竞争优势明显。2017 年度 ENR“全球工程设计公司”150 强中，公司排名 121。公司接受业主委托后，向其提供最终咨询或设计报告并收取一定的服务费来盈利。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
工程承包	国内	规模/资本/技术/品牌
工程设计与咨询	国内	技术/经验/品牌
贸易销售	国际	资本/规模

资料来源：根据中铝国际提供相关资料整理

此外，该公司还积极开展与有色金属工程施工主业具有协同效应的有色金属装备制造业务。装备制造业务主要集中于子公司中色科技股份有限公司（简称“中色科技”），产品包括定制的核心冶金及加工设备、环保设备、机械及电子设备及工业自动化系统等，应用于有色金属行业多个细分领域。但近年来，

由于有色金属行业需求萎缩，装备制造业务收入及利润贡献均较低。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计	209.62	269.66	360.65	62.24
其中：(1) 工程承包	113.34	158.27	229.20	39.57
在营业收入中所占比重（%）	54.07	58.69	63.55	63.58
(2) 工程设计与咨询	25.24	23.39	24.13	4.83
在营业收入中所占比重（%）	12.04	8.67	6.69	7.76
(3) 贸易销售	65.90	79.61	93.43	15.58
在营业收入中所占比重（%）	31.44	29.52	25.91	25.03
毛利率（%）	11.41	10.86	9.38	7.59
其中：工程承包（%）	13.65	13.36	10.29	7.91
工程设计与咨询（%）	22.13	20.11	26.66	17.60
贸易销售（%）	2.87	2.85	2.91	2.37

资料来源：中铝国际

跟踪期内，受有色金属行业景气度回暖的影响，该公司中标的工程项目进入施工高峰，同时贸易业务稳定增长。2017 年，公司实现营业收入 360.65 亿元，较上年增长 33.74%。但受原材料价格上涨等因素的影响，近年来公司业务毛利率持续下滑，2017 年毛利率降至 9.38%。2018 年第一季度，公司实现业务收入 62.24 亿元，较上年同期增长 11.15%，主要系工程承包业务收入增长贡献。

从各细分业务板块来看，工程承包业务作为该公司的核心业务，对公司收入及毛利贡献亦最大。近年来公司新开工项目较多，工程承包业务收入规模及占比逐年增长，2017 年该业务收入占比增至 63.55%。工程设计与咨询业务收入规模稳定，在营业收入中占比有限，但该业务仍是公司核心竞争力的重要组成部分。近年来，贸易销售业务规模快速增长，但该业务基数较小，业务收入占比持续下滑，2017 年占比为 25.91%。

A. 工程承包

该公司工程承包业务类型包含有色金属工程施工项目和民建、市政类非有色金属工程施工项目两大类，并在有色金属工程施工方面优势突出。目前公司工程承包业务经营主体主要为子公司中国有色金属工业第六冶金建设有限公司（简称“六冶”）、中色十二冶金建设有限公司（简称“十二冶”）、九冶建设有限公司（简称“九冶建设”）、中铝长城建设有限公司、中铝国际（天津）建设有限公司和公司总部直属的项目部。2017 年，公司收购中铝山东工程技术有限公司（简称“山东工程”）60.00% 股权，工程承包业务承接能力进一步增强。

资质及技术

在有色金属工程承包业务上，该公司及下属成员拥有冶炼工程施工总承包特级资质、4个冶炼工程施工总承包一级资质；在非有色金属工程承包业务上，公司及下属成员具有房屋建筑施工总承包特级资质，同时还有市政公用施工总承包、公路工程施工总承包等18个总承包一级资质及多个专业承包一级资质。

该公司及多个下属子公司均为高新技术企业，在有色金属工程设计及施工领域专业技术优势突出。截至2017年末，公司共拥有3个国家级工程技术研究中心和企业技术中心、3个国家级企业博士后科研工作站、13个省级技术中心、1个省级工程实验室，主编和参加编写国家及行业标准或法规120余项。同时，公司科技人才储备充足，截至2017年末共拥有国家级工程勘察设计大师2人、省部级及有色行业工程勘察设计大师42人；博士30名、硕士1,067名、高级技术人才1,979名，共有18名人员享受国务院政府津贴。公司拥有了一批具有自主知识产权的核心技术，同期末累计获得国内专利4,909项，国际专利129项；并多次荣获国家鲁班奖、国家优质工程奖及国家科学进步奖等奖项。

规模因素

受下游有色金属生产行业产能过剩，该公司在巩固传统有色金属行业工程设计与施工业务市场的同时，积极调整业务结构，近年来工程承包业务收入规模逐年增长。跟踪期内，公司重点关注地方政府保障房和市政交通基础设施PPP项目等“投融建”业务的市场开发。2017年，有色金属行业回暖，公司大量订单进入施工高峰期，当期工程承包业务实现收入229.20亿元，较上年同期增长44.82%。

2017年，公司新签合同金额为521.7亿元，较上年下降6.1%。新签合同中，国内工程占比约98%，国际工程占比约2%。截至2017年末，公司未完工合同总额为711.6亿元，充足的业务订单为公司实现后期生产经营目标打下了良好基础。

在有色金属工程施工方面，近年来该公司在国内外承担了10多项大型EPC工程，总投资超600亿元。跟踪期内，公司承建的普朗铜矿项目投产，遵义电解铝项目提前交付使用，贵铝项目和华磊项目实现通电。

该公司是我国大型海外工程承包商之一，2017海外工程新签合同金额约9.00亿元。公司海外业务主要在委内瑞拉、印度、越南、沙特、印尼和巴西等国家。海外业务主要以外币结算，人民币汇率的波动会对公司利润造成一定影响；同时海外业务运营的平稳性也与项目当地政治、经济发展情况密切相关，公司部分项目所在地政治经济发展并不理想，存在一定的运营风险。

图表 9. 截至 2018 年 3 月末，公司在建重大有色金属工程项目情况(单位:亿元,%)

项目名称	施工模式	业主	合同额	合同期限	完工进度
云铝泽鑫 335KTA 铸造用铝硅镁合金新技术推广示范项目	EPC	云南云铝泽鑫铝业有限公司	30.77	2011.06~	97.52

项目名称	施工模式	业主	合同额	合同期限	完工进度
				2018.12	
中铝中州矿业有限公司三门峡矿段村-雷沟铝土矿采矿工程项目	PMC	中铝中州矿业有限公司三门峡矿	6.97	2012.08~2018.06	98.16
中国铝业贵州分公司猫场矿山工程项目	EPC	中国铝业贵州分公司	6.20	2011.12~2016.12	94.28
山西华兴铝业氧化铝项目矿山工程	EPC	山西华兴铝业有限公司	6.72	2012.08~2016.12	99.00
委内瑞拉 CVGVenalum 产能增加项目	EPC	委内瑞拉 CVGALCASA 公司	4.98 亿美元	2014.04~2019.09	62.82
CVG—ALCASA 铝工业产能恢复综合项目	EPC	委内瑞拉 CVGALCASA 公司	4.03 亿美元	2012.03~2017.12	94.06

资料来源：中铝国际

B. 工程设计与咨询

工程设计与咨询业务主要由子公司沈阳铝镁设计研究院有限公司（简称“沈阳院”）、贵阳铝镁设计研究院有限公司（简称“贵阳院”）、长沙有色冶金设计研究院有限公司（简称“长沙院”）、中色科技股份有限公司（简称“中色科技”）和中国有色金属长沙勘察设计研究院有限公司（简称“长勘院”）5家设计单位承担。2017年，公司收购中国有色金属工业昆明勘探设计研究院有限公司（简称“昆明院”）100%股权。

该公司能够提供包括采矿、选矿、冶炼、金属材料加工等在内的有色金属完整产业链每一个阶段的工程设计及咨询服务，具体服务内容包括工程设计、技术咨询、技术开发、技术服务及技术转让等。公司拥有数千项国内外工程咨询、设计和科研项目经验，在有色金属材料工程设计及咨询领域优势明显。2017年，公司工程设计与咨询业务新签合同金额 17.90 亿元，期末在手未完工合同额为 19.67 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司在手主要工程设计与咨询项目情况详见下表。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末，公司在手主要工程设计与咨询项目情况（单位：万元）

项目名称	业主	合同额	开工时间
宁夏盛世龙源新能源有限公司年产 60 万吨预焙阳极项目	宁夏盛世龙源新能源有限公司	520.00	2018/03/20
田林百矿田田碳素有限公司 400kt/a 预焙阳极碳素项目建设工程	田林百矿田田碳素有限公司	500.00	2018/03/16
昆明市盘龙区“周家营石闸村”城中村改造项目（瑞鼎城）地块一基坑支护工程施工合同	昆明尊良房地产开发有限公司	480.00	2018/03/26
安厦雨林溪谷地热水井项目	西双版纳安厦房地产有限公司	660.00	2018/03/07

资料来源：中铝国际

C. 贸易销售

该公司贸易销售业务的经营主体主要为子公司中铝国际工程设备有限公司，业务开展方向包括国内设备及原材料出口业务，设备进口代理及原材料、产品进口业务，大宗物资的国际贸易与国内贸易等。目前公司贸易销售业务的主要贸易品种包括铝锭、铜材、钢材、项目设备、铁矿石以及化工产品。公司

开展的大宗物资贸易主要是为公司海外工程建设提供物资，小部分从事第三方贸易。2017 年以来，铝锭价格回升，公司铝锭贸易业务规模扩大。

图表 11. 2017 年公司主要商品贸易销售收入情况（单位：亿元）

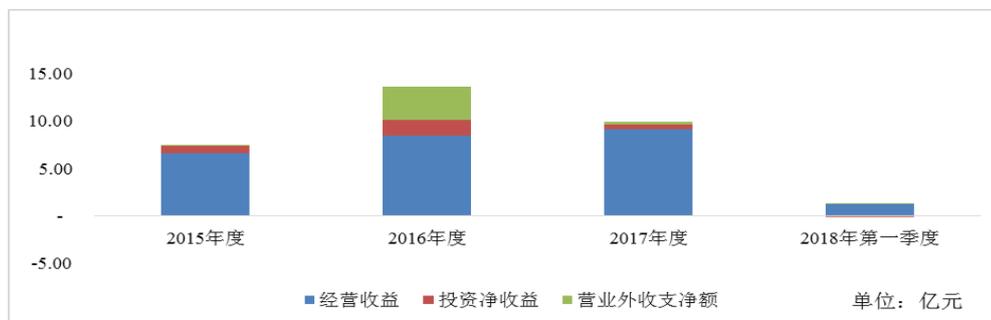
商品类别	金额	占同类业务收入比重
铝锭	33.63	35.99%
化工产品	24.41	26.13%
氧化铝	7.07	7.57%
项目设备	3.83	4.10%
铜材	2.34	2.50%
合计	71.28	76.29%

资料来源：中铝国际

该公司从事的贸易业务，预付款比例一般为 12%~18%，预收款比例一般为 6%~10%，预付款比例较大，伴随公司贸易业务规模的扩大，面临的资金压力将随之增大。在采购结算方面，公司采购结算方式是现汇和银行承兑汇票，银行承兑汇票期限一般为 3 个月或 6 个月。在销售结算方面，公司销售对象主要是贸易商、工厂，一般采用现汇结算，账期一般不超过 3 个月。公司通过中铝公司的期货平台中铝国际贸易有限公司对大宗商品贸易进行套期保值，且签订合同时一般与上下家同时签订。

（2）盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据中铝国际所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益。

该公司盈利主要来自主业经营，近年来得益于工程承包主业的稳定增长，经营收益规模亦逐年增长。2017 年，公司实现经营收益 9.09 亿元，较上年增长 7.94%；增幅较上年缩减 19.88 个百分点，主要受工程承包主业毛利率下滑及期间费用增幅较大等因素影响所致。总体来看，公司盈利来源稳定、具有可持续性，鉴于公司在手订单充足，可为未来盈利提供一定保障。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	209.62	269.66	360.65	62.24
毛利（亿元）	23.93	29.29	33.82	4.73

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
期间费用率 (%)	6.12	5.50	5.75	6.78
其中：财务费用率 (%)	1.00	1.19	1.11	1.56
全年利息支出总额 (亿元)	4.54	5.03	6.24	--
其中：资本化利息数额 (亿元)	0.11	--	--	--

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

伴随该公司营业收入规模的快速增长，公司毛利逐年增长，2015~2017 年分别实现毛利 23.93 亿元、29.29 亿元和 33.82 亿元。但受原材料成本等因素的影响，公司毛利率逐年下滑，2017 年为 9.38%。具体到细分业务，工程承包核心主业对公司毛利的贡献程度最高，近三年毛利贡献率在 70% 左右；2017 年毛利贡献率为 69.74%，较上年有所下降主要系业务成本上升影响。工程设计与咨询业务收入规模有限，但其业务毛利率高，毛利贡献率维持在 20% 左右。贸易销售业务毛利率低，近年来均在 3% 以下，该业务毛利贡献程度较低。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2017 年，公司期间费用为 20.75 亿元，较上年增长 39.84%；其中管理费用为 15.42 亿元，财务费用为 4.01 亿元。管理费用主要为职工薪酬、研发支出及折旧摊销等，2017 年较上年增长 48.42%，主要系当期加大研发支出所致。财务费用随其债务融资规模的扩大逐年增长。2017 年，公司期间费用率为 5.75%，较上年略有增长。总体来看，公司期间费用规模较大，但控制情况尚可。此外，由于公司存在大量的应收款项及存货，资产减值损失规模较大，2017 年公司确认资产减值损失 3.00 亿元，主要包括坏账损失 2.35 亿元（当期应收账款计提坏账准备 1.21 亿元、其他应收款计提坏账准备 1.60 亿元），存货跌价损失 0.56 亿元。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.77	1.72	0.51	-0.02
其中：处置长期股权投资产生的投资收益 (亿元)	-0.01	2.56	0.03	--
营业外收入 (亿元)	1.03	3.77	0.98	0.39
其中：政府补助 (亿元)	0.58	0.41	0.43	--
企业合并收益 (亿元)	--	2.70	--	--

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

注：2017 年 5 月 10 日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，本表中列示的 2017 年度及 2018 年第一季度“营业外收入”系将其他收益纳入核算。

该公司主业以外的投资收益及营业外收入规模较小，对公司经营业绩影响有限。2017 年度，公司投资净收益 0.51 亿元，营业外净收入为 0.27 亿元。当期，公司实现净利润为 8.17 亿元，较上年下降 27.09%，主要系 2016 年非经营性收益规模较大所致。从资产获利能力来看，2017 年公司总资产报酬率和净

资产收益率分别为 3.74%和 6.26%，分别较上年下降 1.20 和 3.38 个百分点，公司资产获利能力偏弱。

2018 年第一季度，该公司实现营业收入 62.24 亿元，较上年同期增长 11.15%，主要系公司业务规模扩张，当期结转工程建设项目收入增长所致；同期毛利率为 7.59%，较上年度下滑 1.79 个百分点。受收入季节性影响，公司第一季度期间费用率较全年平均水平偏高。

(3) 运营规划/经营战略

2018 年，供给侧结构性改革仍是经济发展的重点，我国有色金属行业将会继续在波动中呈现出复苏态势；同时新城镇建设、市政建设及 PPP 模式逐步规范为该公司转型带来机会，公司将积极对接信誉好、实力强的地方政府。2018 年，公司总体经营策略有以下五点：（1）坚持市场导向，加大营销力度；（2）坚持品牌战略，加强项目管理；（3）坚持科技创新，提升核心能力；（4）坚持“大海外理念”，做大国际业务；（5）坚持拓展工程用铝，培育新的利润增长点。

管理

跟踪期内，该公司产权结构无变化。同期，公司董事会、监事会成员及董事长、总裁进行了重选及委任，部分高管人事变动，但对公司正常生产经营无重大影响。

2017 年 12 月，该公司控股股东中国铝业公司（简称“中铝公司”）更名为中国铝业集团有限公司，并由全民所有制改制为有限责任公司（国有独资）。截至 2018 年 3 月末，中铝公司直接持有公司 81.74% 股权，并通过全资子公司洛阳有色金属加工设计研究院有限公司间接持有公司 3.26% 股权；公司实际控制人仍为国务院国资委。公司产权状况详见附录一。

2017 年 5 月 23 日，该公司召开股东周年大会投票表决通过董事会、监事会成员重选及委任；董事会成员 9 名，监事会成员 3 名，董事、监事每届任期三年。公司委任贺志辉为董事长、宗小平为总裁，上述高管成员的重选及委任未对公司经营造成重大影响。

因经营需要，该公司与中铝公司及其子公司、联营公司之间存在较大规模的关联交易。2017 年度，公司向关联方采购商品及接受劳务金额合计为 11.87 亿元，主要为采购主要材料及辅助材料；公司向关联方销售商品及提供劳务合计金额为 87.77 亿元，主要为向中铝公司及其子公司提供的工程施工服务及装备制造及销售。截至 2017 年末，公司应收关联方款项合计 25.42 亿元，应付关联方款项 5.13 亿元。公司关联交易规模较大，但购销价格均按照市场价格确定，对公司经营无重大不利影响。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 18 日，公司未结清信贷均为正常类，近三年无信贷违约记录。截至 2018 年 6 月末，公司尚有本金规模合计 36.08 亿元的境内债券及 3.50 亿美元境外永续债仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。截至 2017 年末，公司存在多起未决诉讼。

财务

跟踪期内，该公司负债规模继续增长，刚性负债增加导致公司偿债压力上升，且刚性债务中短期刚性债务占比仍较大，资产债务期限结构配比欠佳，即期债务偿还持续承压。2017 年，公司经营性现金流由负转正，当期净流入规模较大；同时公司货币资金存量较充足，且流动性有所提升，可为债务偿还提供一定保障。

1. 数据与调整

大信会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2017 年财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。根据财政部 2017 年颁布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》及《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》相关规定，公司进行了相关会计政策变更。

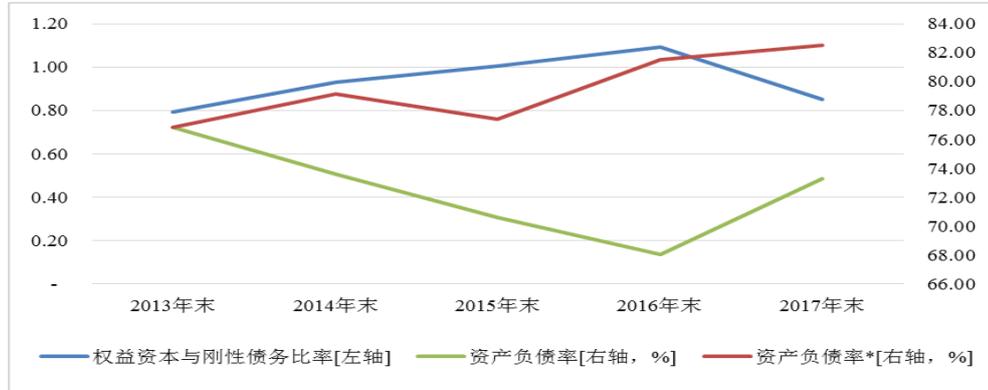
截至 2017 年末，该公司拥有全资及控股子公司共 82 家。2017 年 6 月，公司以 0.09 亿元购买青岛市新富共创资产管理有限公司 90.00% 股权；11 月，公司分别向中国铝业股份有限公司（简称“中铝股份”）和云南铜业（集团）有限公司收购山东工程 60.00% 股权、昆明院 100.00 股权；同年度，公司完成清算注销 2 家二级子公司，并投资设立 4 家子公司。公司购买取得的山东工程和昆明院，在合并前后均为中铝公司同一控制，构成同一控制下企业合并，并对前期财务数据进行追溯调整。

2017 年 3 月，该公司发行本金规模为 5.00 亿元的“17 中工 Y1” 永续期公司债券，期限为 3+N，按照发行条款约定赎回之前长期续存，在会计处理上公司将此债券计入所有者权益中的其他权益工具，但仍有还本付息义务。截至 2017 年末，公司共有本金规模合计 19.08 亿元的永续债券或永续期公司债券计入其他权益工具核算。同时，全资子公司中铝国际香港有限公司（简称“香港子公司”）于 2014 年和 2016 年分别发行总金额为 3.00 亿美元和 3.50 亿美元，由公司进行担保的高级担保永续资本证券，公司在会计处理上将其计入少数股东权益；2017 年 2 月香港子公司赎回 2014 年发行的 3.00 亿美元高级担保永续资本证券。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中铝国际所提供数据绘制

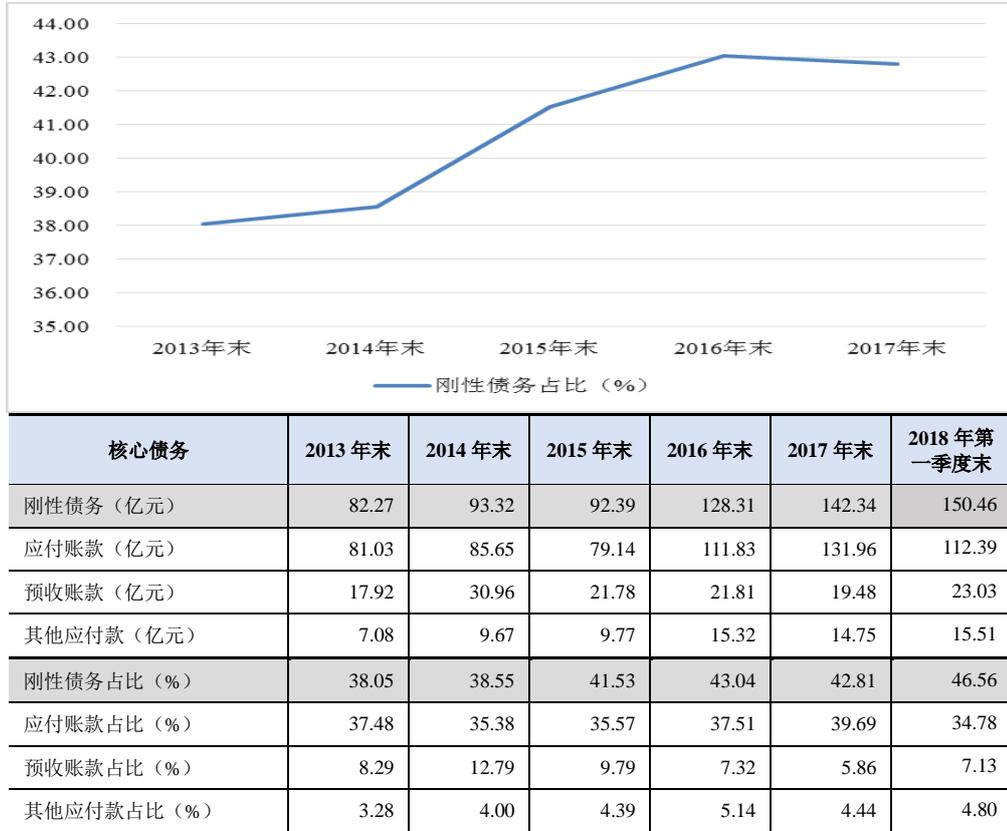
注：资产负债率*为将该公司发行的永续中票、永续期公司债券及高级担保永续资本证券作为负债核算计算的资产负债率，其中美元永续债系按照年末当天美元兑人民币中间价折算的数据。

近年来，伴随该公司经营规模的扩大，负债总额亦逐年增长，2017 年末公司负债总额为 332.46 亿元，较上年末增长 11.52%。但受益于经营积累及永续债务的发行，公司资产负债率保持在行业较低水平，2017 年末为 73.27%。尽管公司在会计核算上将永续中期票据、永续期公司债券计入其他权益工具，将高级永续担保资本证券计入少数股东权益，但公司仍有还本付息义务。如将公司发行的永续中票、永续期公司债券及均作为负债核算，2017 年末，公司资产负债率*为 82.50%，财务杠杆水平将升至较高水平。

2017 年末，该公司所有者权益总额为 121.28 亿元，较上年末下降 13.36%，主要系：（1）香港子公司当期赎回 3.00 亿美元永续债务；（2）同一控制下合并山东工程和昆明院支付对价减少资本公积 6.54 亿元。同期末权益资本对刚性债务覆盖程度均较上年末有所下降，为 0.85 倍。目前，证监会已核准公司 A 股发行，A 股发行股数不超过 295,906,667 股，A 股发行后公司权益资本实力将进一步增强。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据中铝国际所提供数据绘制

从债务期限结构来看，近年来该公司负债均以流动负债为主，2017 年末长短期债务比为 12.77%，债务结构偏短期化。但流动负债中应付账款、预收款项主要为公司商业信用的使用，符合公司业务开展特点，且有利于公司资金循环。从债务构成来看，公司债务主要集中在刚性债务、应付账款、预收账款及其他应付款，2017 年末上述四项合计占负债总额的比例为 92.80%。

随着业务规模扩大，近年来该公司应付账款逐年增长，主要为应付原材料采购款和分包工程款；2017 年末应付账款余额为 131.96 亿元，其中一年以内的应付账款占比为 75.68%。预收款项系公司预收客户业务款，2017 年末余额为 19.48 亿元；预收款项较上年末下降 10.70%，系公司加强结算力度，部分预收款项已于当期结转。其他应付款主要为应付履约保证金、工程质保金等款项，2017 年末余额为 14.75 亿元。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	79.37	81.67	80.28	108.51	114.41	123.19

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
其中：短期借款	49.64	46.35	51.13	61.50	78.89	88.61
一年内到期非流动负债	1.30	2.05	0.75	12.20	3.93	5.55
应付短期债券	25.02	25.37	23.20	25.41	15.33	15.33
应付票据	3.15	7.74	5.11	9.25	15.91	13.25
其他短期刚性债务	0.26	0.16	0.08	0.14	0.36	0.46
中长期刚性债务合计	2.90	11.64	12.11	19.80	27.93	27.27
其中：长期借款	2.90	11.64	12.11	10.61	18.71	17.94
应付债券	--	--	--	9.20	9.22	9.33

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

该公司刚性债务结构以短期为主，2017 年末短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 114.41 亿元和 27.93 亿元，在刚性债务总额中的占比分别为 80.38% 和 19.62%。

该公司刚性债务由银行借款、应付长短期债券和应付票据等构成。银行借款是公司主要的融资方式之一，近年来随着银行借款的增加，公司刚性债务规模逐年增长。2017 年末公司短期借款为 78.89 亿元，其中银行借款为 65.90 亿元，非银行金融机构借款 11.74 亿元；短期银行借款中信用借款占比为 77.74%，保证借款占比为 21.91%。同年末，长期借款为 18.71 亿元，其中银行长期借款为 17.55 亿元，非银行金融机构长期借款 4.99 亿元。此外，公司直接融资渠道较为畅通，发行了多期债务融资工具。

2018 年第一季度末，该公司负债总额为 323.14 亿元，负债结构较年初变化不大。其中，应付账款较年初下降 14.83%，至 112.39 亿元，主要系应付分包商款项减少所致。刚性债务期末余额为 150.46 亿元，主要系当期银行借款增加所致。尽管公司已充分利用商业信用缓解资金压力，但公司业务的快速发展导致其带息债务规模快速增大。且公司带息债务主要集中在短期刚性债务，公司即期债务偿付压力较大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
营业周期（天）	245.98	308.32	286.47	245.74	230.45	--
营业收入现金率（%）	64.25	137.45	137.78	99.08	91.96	102.39
业务现金收支净额（亿元）	-17.71	-3.75	3.25	-8.91	18.17	-14.16
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.33	-5.68	-8.18	-3.91	-1.77	2.05
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-22.04	-9.43	-4.93	-12.83	16.40	-12.10
EBITDA（亿元）	27.54	18.09	14.84	21.27	19.75	--

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.51	0.21	0.16	0.19	0.15	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	10.96	3.44	3.19	4.23	3.16	--

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司工程承包主业以大型有色金属工程总承包为主，项目周期较长，近年来公司营业周期稳定在 250 天左右。公司贸易销售业务已形成一定规模，该业务现金回笼情况较好，公司营业收入情况较好，但 2017 年公司主业现金回笼较收入增速相对迟缓，当期营业收入现金率较上年下降 7.12 个百分点，至 91.96%。工程承包主业需要大规模垫资施工，部分垫资施工项目尚未到回购期，同时贸易预付款随业务规模扩大也呈增长趋势，公司经营活动现金流持续净流出。2017 年以来，公司加强经营活动现金流管理、加大应收账款催收并充分利用上游客户商业信用，当期经营活动现金流由负转正，当期净流入 16.40 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成。受利润总额增减变动影响，近年来公司 EBITDA 波动上升，2017 年为 19.75 亿元。但 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度仍处于一般水平，2017 年覆盖倍数分别为 3.16 倍和 0.15 倍。

（2）投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	13.71	-21.18	18.08	-5.14	-1.78	-13.25
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.35	-2.28	-2.27	-1.40	-2.48	-0.84
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.32	-4.12	-0.33	3.65	0.13	-
投资环节产生的现金流量净额	10.68	-27.59	15.47	-2.90	-4.13	-14.09

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

该公司投资活动现金收支主要为理财产品的买卖、股权投资及房屋建筑物和机器设备的购置。2017 年，公司投资活动现金净流出 4.13 亿元。当期投资支付现金 58.69 亿元，收回投资收到现金 55.71 亿元，主要系理财产品的买卖收支。其他因素对投资环节现金流量影响净额主要是公司购买子公司支付的现金扣除购买日子公司现金净额及收到的与资产相关的政府补助。

(3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	48.41	14.51	-4.07	44.94	-27.40	3.51

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

该公司主要通过银行借款和发行债券的方式来弥补经营及投资环节的资金缺口，但随着债务融资规模的扩大，公司偿还债务支付的现金规模亦较大，且逐年增长。2017 年，公司筹资环节现金净流出 27.40 亿元，主要系香港子公司当期赎回永续债支付现金 20.60 亿元所致。

2018 年第一季度，该公司经营活动现金净流出 12.10 亿元，主要系工程款尚未到回款期，当期经营性现金流入规模相对较小。同期，公司购买理财产品等导致当期投资活动现金净流出 14.09 亿元；增加短期银行借款，当期筹资活动现金净流入 3.51 亿元。目前公司银行授信余额充足，抵质押资产占比不大，融资渠道通畅。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	228.07	279.44	251.05	356.35	369.96	359.34
	81.07%	84.95%	79.65%	81.34%	81.54%	80.80%
其中：现金类资产（亿元）	72.76	58.26	61.02	95.04	82.54	53.26
应收款项（亿元）	60.37	89.25	93.63	128.52	117.97	114.17
存货（亿元）	68.25	79.61	49.87	75.78	113.56	118.88
其他应收款（亿元）	5.65	19.89	17.35	26.71	23.92	24.69
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	53.24	49.53	64.15	81.73	83.78	85.39
	18.93%	15.05%	20.35%	18.66%	18.46%	19.20%
其中：固定资产（亿元）	15.21	14.87	21.05	23.17	22.59	22.21
长期应收款（亿元）	17.64	12.94	23.11	32.69	33.57	34.85

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

注：期末现金类资产=期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额。

近年来该公司资产规模持续增长，2017 年末资产总额为 453.74 亿元，较上年末增长 3.57%。公司资产以流动资产为主，近三年流动资产占总资产的比例在 80%左右。

从资产具体构成来看，该公司流动资产主要包括现金类资产、应收账款、存货和其他应收款。公司现金类资产存量较充裕，截至 2017 年末，现金类资产账面价值为 82.54 亿元，其中受限制的货币资金为 12.10 亿元。应收账款主要为应收工程款，当得益于公司加强工程款的回收，应收账款期末余额较上

年末下降 8.21%，至 117.97 亿元；其中按账龄计提坏账准备的应收账款期末余额为 130.05 亿元，账龄在两年以内的余额占比为 78.94%。存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产、在产品、库存商品及房地产开发成本，其中已完工未结算资产占存货账面价值的 73.28%；期末存货账面价值为 113.56 亿元，较上年末增长 49.85%，增幅较大，主要系已完工未结算资产规模快速增长所致。其他应收款主要为应收业主方资金占用²、保证金押金及代垫款等；2017 年末应收业主方资金占用款项账面余额为 13.52 亿元，应收保证金、押金账面余额 6.85 亿元，应收代垫款 5.79 亿元；期末按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款余额合计为 15.58 亿元，占其他应收款账面余额合计的 53.30%，集中度过高。同年末，公司存在应收业主资金占用费或本金未能按协议收回的情况，尽管公司正与相关各方积极磋商，同时计提了一定的坏账准备，但未来仍有不能足额回收导致资产减值损失的风险。

该公司非流动资产主要由固定资产和长期应收款构成。2017 年末，公司固定资产账面价值为 22.59 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备。同年末，长期应收款账面价值为 33.57 亿元，其中 BT 项目已完工未结算资产（未扣除一年内到期部分）账面余额为 22.11 亿元、长期应收客户款项（未扣除一年内到期部分）账面余额为 21.99 亿元。

图表 22. 截至 2017 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	12.11	保证金、冻结存款、质押定期存单等
应收账款	3.14	贷款质押
房产	0.46	贷款质押
合计	15.71	—

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

2017 年末，该公司受限制资产包括货币资金 12.11 亿元、应收账款 3.14 亿元和房产 0.46 亿元，受限资产合计 15.71 亿元，占总资产的 3.46%。其中，货币资金主要系工程承包主业正常经营产生。当年末公司受限制资产占总资产比重不大，对公司流动性及信用质量影响较小。

2018 年第一季度末，该公司资产总额为 444.73 亿元，较年初基本持平，资本结构较年初变化不大。同期末，公司货币资金余额为 48.16 亿元，较年初减少 35.70%。其他流动资产较年初增长 130.98%，至 25.49 亿元，主要为理财产品。

² 为了拓展市场，该公司开展部分工程承包项目会与业主签订资金安排协议，除提供一般工程服务外，公司向业主方提供一定额度的使用资金用于支持业主完成项目建设，同时公司按约定利率收取资金占用费。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动比率 (%)	115.01	127.96	126.55	133.91	125.49	125.49
速动比率 (%)	76.49	85.59	95.12	101.98	83.43	79.37
现金比率 (%)	36.69	26.68	30.76	35.71	28.00	18.60

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

总体来看，该公司流动资产对流动负债的覆盖程度偏弱。2018 年第一季度末，公司流动比率为 125.49%；受制于存货规模过大，期末速动比率仅为 79.37%。同期末，公司短期偿债压力较大，以存货和应收账款为主的流动资产变现受工程结算进度和业主支付能力影响较大。但公司保持了一定规模的货币资金并持有有一定规模变现能力强的理财产品，可为即期债务的偿付提供必要的支撑。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司共涉及多起被诉案件，诉讼金额合计 5.37 亿元，上述未决诉讼存在较大不确定性。

在对外担保方面，截至 2018 年 3 月末，该公司对外担保余额为 3.25 亿元，担保比率为 2.67%。公司对外担保均系 2016 年通过并购纳入合并范围的控股子公司九冶建设历史原因形成。其中九冶建设为咸阳市新兴纺织工业园供电服务有限公司提供担保的 1.60 亿元债务将于 2018 年 7 月 29 日到期，需关注该笔担保的代偿风险。

图表 24. 截至 2018 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	担保方式	担保到期日	反担保方式
勉县城市发展投资有限公司	国有参股	6,500.00	连带保证责任	2023/1/6	无
咸阳市新兴纺织工业园供电服务有限公司	国有参股	16,000.00	连带保证责任	2018/7/29	无
勉县城乡基础设施建设有限公司	国有参股	10,000.00	连带保证责任	2027/10/29	无
合计	--	32,500.00	--	--	--

资料来源：根据中铝国际所提供数据整理

2018 年 6 月 8 日，该公司收到中国证监会书面通知，公司获准 A 股发行，A 股发行所发行股数不超过 295,906,667 股，有效期为批准之日起 12 个月内。A 股发行将增强公司权益实力并拓宽融资渠道。

7. 母公司财务质量

母公司负责部分工程承包业务，融资以母公司为主。2017 年末，母公司货币现金余额为 20.73 亿元，占合并口径货币资金比重 27.67%；母公司刚性

债务为 87.28 亿元，占合并口径刚性债务比重 61.32%。2017 年，母公司实现营业收入 73.24 亿元，净利润 3.69 亿元，经营性现金净流出 0.11 亿元，投资活动现金净流出 8.75 亿元，筹资活动现金净流入 12.23 亿元。

外部支持因素

跟踪期内，该公司资信状况良好，银行综合信用授信额度有所提高。截至 2018 年 3 月末，公司已获得各银行综合授信额度总额 324.70 亿元，其中尚未使用的授信额度为 192.57 亿元。此外，公司本部及部分子公司仍享受增值税、所得税等税收优惠政策。

附带特定条款的债项跟踪分析

15 中铝国工 MTN001：可续期

“15 中铝国工 MTN001”为永续中期票据，于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期。在第 3 个和其后每个付息日，发行人有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。如果发行人不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计算年度至 6 个计算年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司继续以工程承包为核心主业，受下游行业景气度上升、在手订单进入施工高峰期的影响，工程承包业务收入增长明显；同时贸易销售业务增长，当期公司营业收入规模增幅较大。但受原材料成本上升等因素的影响，公司毛利率逐年下滑，2017 年公司盈利能力有所下降。

跟踪期内，该公司产权结构无变化。同期，公司董事会、监事会成员及董事长、总裁进行了重选及委任，部分高管人事变动，但对公司正常生产经营无重大影响。

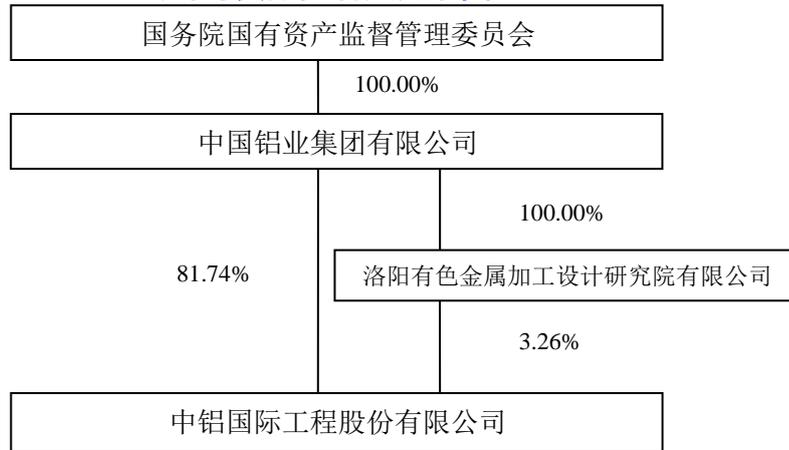
跟踪期内，该公司负债规模继续增长，刚性负债增加导致其公司偿债压力上升，且同时刚性债务中短期刚性债务占比仍较大，资产债务期限结构配比欠佳，即期债务偿还持续承压偿债压力大。2017 年，公司经营性现金流由

负转正，当期净流入 16.40 亿元，规模较大；同时公司货币资金存量规模较大较充足，且资产流动性有所提升，可为债务偿还提供一定保障。

本评级机构仍将关注：（1）有色金属行业政策颁布与行业景气度波动；（2）该公司新签订单规模及其在手订单变化情况；（3）公司工程结算和收款情况；（4）公司海外业务开展及风险控制情况；（5）公司刚性偿债能力变化情况；（6）公司贸易业务发展情况；（7）公司未决诉讼、对外担保或有风险；（8）公司 A 股发行情况。

附录一：

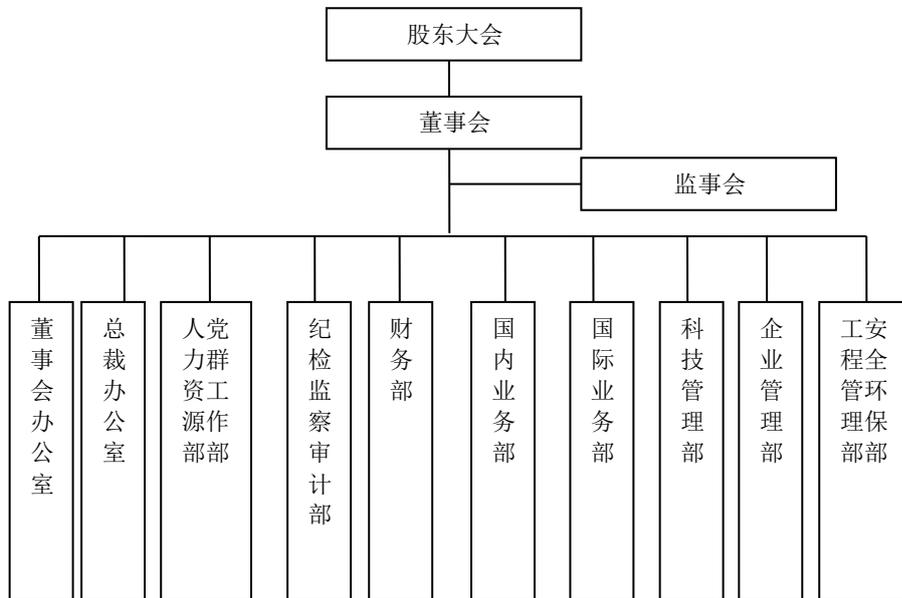
公司与实际控制人关系图



注：根据中铝国际提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据中铝国际提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	315.20	438.08	453.74	444.73
货币资金 [亿元]	57.28	89.43	74.91	48.16
刚性债务[亿元]	92.39	128.31	142.34	150.46
所有者权益[亿元]	92.72	139.97	121.28	121.59
营业收入[亿元]	209.62	269.66	360.65	62.24
净利润[亿元]	6.23	11.21	8.17	0.84
EBITDA[亿元]	14.84	21.27	19.75	—
经营性现金净流入量[亿元]	-4.93	-12.83	16.40	-12.10
投资性现金净流入量[亿元]	15.47	-2.90	-4.13	-14.09
资产负债率[%]	70.58	68.05	73.27	72.66
权益资本与刚性债务比率[%]	100.35	109.09	85.20	80.81
流动比率[%]	126.55	133.91	125.49	125.49
现金比率[%]	30.76	35.71	28.00	18.60
利息保障倍数[倍]	2.70	3.70	2.67	—
担保比率[%]	—	2.39	2.72	2.67
营业周期[天]	286.47	245.74	230.45	—
毛利率[%]	11.41	10.86	9.38	7.59
营业利润率[%]	3.82	3.77	2.82	1.95
总资产报酬率[%]	3.90	4.94	3.74	—
净资产收益率[%]	6.94	9.64	6.26	—
净资产收益率*[%]	7.17	11.59	6.40	—
营业收入现金率[%]	137.78	99.08	91.96	102.39
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.37	-5.52	5.85	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.54	-6.04	3.89	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.19	4.23	3.16	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.19	0.15	—

注：表中数据依据中铝国际经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2}+365/{报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录四：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。