

河南万基铝业股份有限公司

2011 年公司债券 2015 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第【943】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 万基控股集团  
集团有限公司

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 2018 年  
08 月 24 日

债券偿还方式: 本期债  
券按年付息, 到期一次  
还本, 第 5 年末附投资  
者回售选择权

分析师

姓名:  
王晨 杨建华

电话:  
010-66216006

邮箱:  
wangch@pyrating.cn

## 河南万基铝业股份有限公司 2011 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	A+	AA-
发行主体长期信用等级	A+	AA-
评级展望	负面	稳定
评级日期	2015 年 10 月 13 日	2014 年 08 月 08 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对河南万基铝业股份有限公司（以下简称“万基铝业”或“公司”）及其2011年8月24日发行的8亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2015年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调为A+，发行主体长期信用等级下调为A+，评级展望调整为负面。该等级的评定是考虑到公司电力业务盈利能力保持提升，且得到了控股股东和当地政府的有力支持，同时我们也关注到本期债券担保方万基控股集团有限公司（以下简称“万基控股”）的担保效力有所下降，电解铝行业低迷，公司电解铝产销量有所下降，销售均价下滑，亏损规模较大，经营自主性有待增强，有息债务规模较大且以短期债务为主，偿债压力大幅增加以及存在或有负债风险等风险因素。

### 正面:

- 公司电力业务盈利能力保持提升。2014年公司电力业务毛利率为28.73%，较2013年提高2.39个百分点。
- 公司得到了控股股东和当地政府的有力支持。2015年5月，控股股东万基控股将持有的公司4.48亿元债权转增公司股本，公司注册资本由3.52亿元增至8.00亿元；2015年6月，新安县人民政府将位于新安县西区商业开发区197亩商住用地注入公司，入账价值为29,550万元。

### 关注:

- 担保方经营状况恶化，出现大幅亏损，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连

带责任保证担保效力有所下降。本期债券担保方万基控股2014年实现营业收入89.75亿元，较2013年下降18.55%，利润总额为-12.41亿元，较2013年下降1,042.19%。

- **电解铝产能过剩突出，价格不断下跌，行业景气度持续低迷。**近年我国经济增长持续下滑，电解铝消费增长步伐减缓，产能过剩突出，价格持续下跌，2015年8月6日长江有色市场铝现货平均价较2015年初下降6.58%，较2014年初下降13.82%。
- **公司电解铝产销量有所下降，销售均价下滑，公司收入规模下降，同时原材料价格上涨，公司出现巨亏。**2014年公司电解铝产量较2013年下降9.86%，销量较2013年下降9.86%，原铝、大锭和小锭销售均价分别较2013年下降7.16%、6.47%和14.26%，受此影响，2014年公司营业收入同比下降13.12%；同时，2014年公司电力与氧化铝采购价格分别同比上涨2.89%和2.18%，整体来看，2014年公司综合毛利率为-5.72%，利润总额为-9.17亿元，亏损规模较大。
- **公司现金生成能力恶化。**受大幅亏损影响，公司现金生成能力恶化严重，2014年公司FFO为-1.79亿元，较2013年下降121.40%。
- **公司有息债务规模较大，且以短期债务为主，资产负债率水平很高，各项偿债能力指标恶化明显，偿债压力大幅增加。**截至2014年末公司资产负债率为95.31%，有息债务为96.11亿元，较2013年末增长19.18%，其中短期有息债务为71.78亿元，占全部有息债务的比重为74.68%；受大幅亏损影响，2014年公司EBITDA同比下降94.13%，EBITDA利息保障倍数仅为0.10，偿债压力大幅加大。
- **公司关联交易依旧较为频繁，经营自主性有待增强。**2014年公司自关联方购买商品或接收劳务总额达到41.46亿元，占当年度原材采购总额的比重为53.58%；2014年公司向关联方销售产品总额达到38.10亿元，占当年销售总额的比重达到51.77%。
- **公司资产规模有所波动，运营效率下降，关联方对公司资金形成了一定占用。**截至2015年6月末，公司总资产为103.85亿元，较2014年末下降4.67%，同时2014年流动资产、固定资产和总资产周转天数分别较2013年增长42.58%、6.30%和27.80%；截至2014年末，公司其他应收款为18.51亿元，主要为应收关联方往来款，对公司资金形成了一定占用，且回收时间存在一定的不确定性。
- **公司存在或有负债风险。**截至2015年8月31日，公司对外担保合计为4.07亿元，规模较大，占公司2015年6月末净资产的比重为35.60%，存在或有负债风险。

#### 主要财务指标：

项目	2015年6月	2014年	2013年	2012年
----	---------	-------	-------	-------

总资产（万元）	1,038,487.94	1,089,307.79	1,012,877.10	880,341.19
所有者权益合计（万元）	114,326.60	51,062.40	142,761.98	141,901.79
有息负债（万元）	862,418.15	961,073.56	806,421.71	715,747.46
资产负债率	88.99%	95.31%	85.91%	83.88%
流动比率	0.95	0.91	1.01	1.30
速动比率	0.90	0.88	0.95	1.27
营业收入（万元）	330,561.12	736,030.09	847,145.59	897,126.27
营业利润（万元）	-16,945.06	-91,654.99	-6,318.34	-49,340.18
营业外收入（万元）	455.00	98.06	7,383.85	1,999.38
利润总额（万元）	-16,561.41	-91,699.58	1,062.19	-47,585.91
综合毛利率	1.05%	-5.72%	3.40%	1.09%
EBITDA（万元）	-	5,372.64	91,591.39	54,644.27
EBITDA 利息保障倍数	-	0.10	1.59	0.96
经营活动净现金流净额（万元）	-82,755.53	163,504.29	218,646.36	59,114.35

资料来源：公司2013-2014年审计报告及未经审计的2015年1-6月财务报表，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2011]1691号文件批准，公司于2011年8月24日公开8亿元公司债券，票面利率为7.55%。

本期债券的起息日为2011年8月24日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2012年至2018年每年的8月24日为上一个计息年度的付息日；如投资者行使回售权，则其回售部分债券的付息日为2012年至2016年每年的8月24日。本期债券的兑付日为2018年8月24日，如投资者行使回售权，则其回售部分债券的兑付日为2016年8月24日。截至2015年6月30日，本期债券本息兑付情况见表1。

**表1 截至2014年6月30日本期债券本息兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2012年8月24日	80,000	0	6,040	80,000
2013年8月24日	80,000	0	6,040	80,000
2014年8月24日	80,000	0	6,040	80,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金用于建设河南洛阳万基“上大压小”热电联产新建工程项目，截至2014年末，本期债券募集资金已全部使用完毕，募投项目已完工。

## 二、发行主体概况

2014年公司注册资本未发生变化，2015年5月，万基控股将持有的公司4.48亿元债权转增公司股本，公司注册资本由3.53亿元增至8.00亿元。截至2015年6月末，公司注册资本为8.00亿元，公司控股股东仍为万基控股，实际控制人仍为新安县人民政府。2014年公司主营业务未发生变化，财务报表合并范围也未发生变化。

截至2014年12月31日，公司资产总额为108.93亿元，所有者权益为5.11亿元，资产负债率为95.31%；2014年度，公司实现营业收入73.60亿元，利润总额-9.17亿元，经营活动现金流净额16.35亿元。

截至2015年6月30日，公司资产总额为103.85亿元，所有者权益为11.43亿元，资产负债率为88.99%；2015年1-6月，公司实现营业收入33.06亿元，利润总额-1.66亿元，经营活动现金流净额-8.28亿元。

## 三、运营环境

跟踪期内，我国电解铝产量增速持续放缓，产能过剩矛盾依旧突出，国内铝行业延续过剩格局，同时电解铝价格波动下行，行业景气度持续低迷

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。

目前，我国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力量。近年我国经济增长持续下滑，电解铝消费增长步伐减缓，同时近年我国电解铝产能的快速增长也使得行业开工率逐年下降，在河南、广西、云南和山西等地均有铝企业开始陆续减产及西北地区新增产能投放滞后的影响下，我国电解铝产量增速不断下滑。国家统计局公布的数据显示，2013-2014年累计生产电解铝分别为2,204.61万吨、2,438.20万吨，增长率为9.65%、7.69%，产量增速持续下滑。

图1 我国电解铝产量及同比增长情况（单位：万吨）



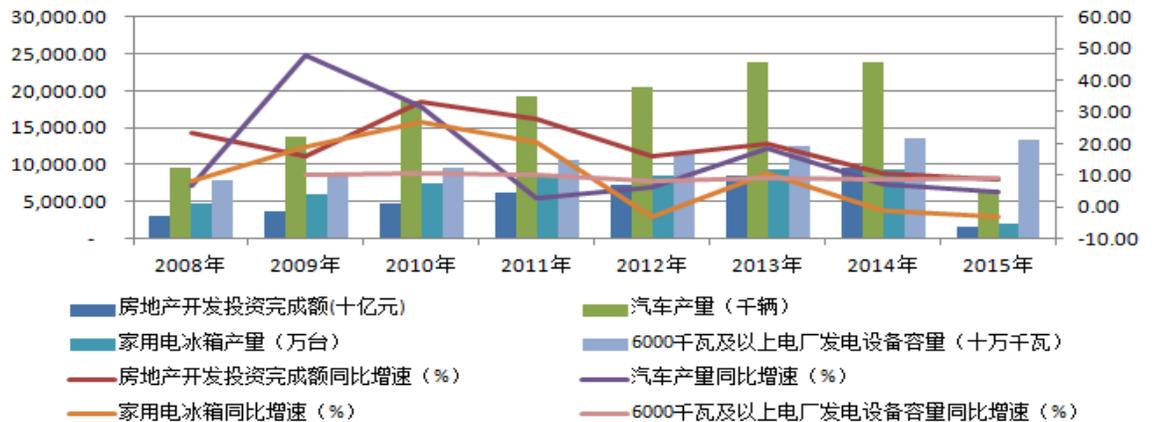
资料来源：国家统计局，鹏元整理

近年我国电解铝产能严重过剩，电解铝供应压力较大。根据安泰科统计，2014我国电解铝新建产能达到474万吨/年，主要集中在新疆、甘肃、青海、山东、内蒙古等电解铝生产大省，2014年淘汰落后产能50.43万吨，关停及淘汰速度不及新增速度，截至2014年底，我国电解铝产能约为3,600万吨/年，行业产能过剩矛盾依旧突出，但是产能增速同比放缓。同时，由于铝价低迷，成本高企，部分电解铝生产企业面临经营亏损压力，开工意愿不足，我国电解铝行业产能利用率逐年下降，2014年约为67%左右。

从消费结构上看，国内铝需求量最大的行业依次为建筑、交通运输和电力，三个行业占国内电解铝需求量的2/3。2013年，我国房地产行业投资增速有所回升，同时汽车销售情况以及空调、电冰箱等家电增速优于2012年同期水平，我国铝消费增速同比有所回升，但由于铝行业产能过剩显著，下游需求的小幅回升不足以拉动电解铝行业的整体回暖。2014

年，我国房地产行业在宏观调控的压力下依旧延续低迷态势，房地产开发投资增速下滑，汽车行业在经历了连续两年增长后，2014年产量也明显回落；空调、电冰箱等家电产销量增速方暖；发电设备维持较快增长态势。一方面受上述行业增速有所回暖影响，一方面，欧美经济复苏、消费回暖使得我国铝材出口延续增长格局，一定程度上推动了国内铝消费，2014年我国铝消费延续较为平稳增长态势，增速同比小幅回落，长远来看，市场刚性需求将逐步成为拉动铝消费增长的主要动力。

图2 电解铝主要下游行业情况

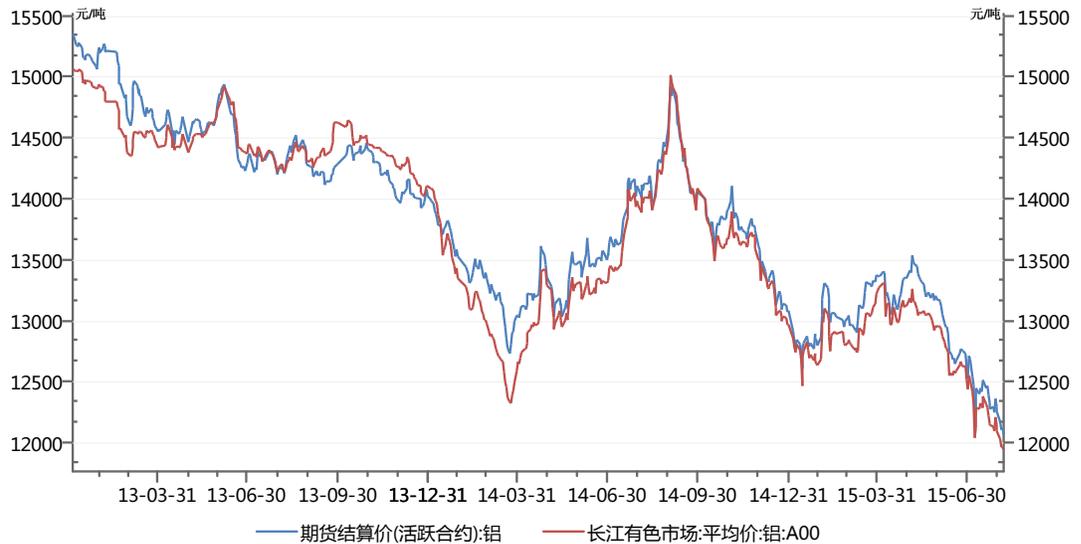


资料来源：国家统计局、中国电力企业联合会，鹏元整理

电解铝库存方面，2013年二季度以来，随着市场刚需回暖以及收储效应带动，国内铝库存持续回落，截至2013年底，国内可统计铝锭库存约50万吨左右，2014年，国内铝锭库存走势基本与2013年保持一致，由于新增产能集中在年末投产释放，2014年一季度国内铝锭库存攀升至130万吨，铝价相应走低，随后消费回升、供应压力逐步缓解，国内铝锭库存逐渐回落，截至2014年底，我国铝库存维持在50万吨左右。考虑到国内较大的电解铝产能以及大部分电解铝厂向下游延伸拓展铝加工业务，所产电解铝部分内部消化，因此库存不足不能够完全说明市场出现短缺。2014年，国内电解铝延续小幅过剩格局，过剩压力逐年减轻。预计未来一段时期，国内电解铝供过于求的状况仍将延续。

电解铝价格方面，受电解铝产能过剩等因素影响，近年我国电解铝价格持续降低，长江有色市场现货平均价由2013年1月底的15,245元/吨降至2014年底的13,080元/吨，降幅达14.20%。2015年1季度回升之后，继续下降，至2015年8月6日，长江有色市场铝现货平均价降至12,065元/吨，较2015年初下降6.58%。铝期货价格也持续下跌，截至2015年8月6日，铝期货（活跃合约）结算价为11,940元/吨，较2013年1月底下降20.08%，较2015年初下降7.08%。未来一段时期，国内电解铝行业低迷局面难以大幅改善，预计铝价仍将维持低迷态势。

图3 近年来我国铝现货与期货价格



资料来源：Wind，鹏元整理

总体来看，受宏观经济持续下行，短期内国内市场供过于求的局面难以改善，产能过剩矛盾较为突出，预计未来一段时间内国内电解铝价格将继续维持低迷调试。长期看，影响电解铝行业发展因素是多方面的，未来电解铝供求变化、上游氧化铝和电力价格的波动和相关产业政策的出台都可能对电解铝的价格和企业盈利产生较大影响。

#### 四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，营业收入仍主要来源于小锭、原铝、大锭以及电力的生产与销售，受电解铝行业产能过剩以及铝价的持续下滑影响，公司收入与盈利能力均有所下降，2014年公司营业收入较2013年下降13.12%，毛利率较2013年下降9.12个百分点至-5.72%。其中公司电解铝业务收入下降较多，且亏损进一步扩大；而发电业务收入小幅下滑，且得益于煤炭等原材料价格下跌，发电业务盈利能力继续提高。2015年1-6月，公司实现营业收入33.06亿元，较2014年同期下降10.72%，综合毛利率为1.05%，较2014年同期提高13.38个百分点。2013-2014年公司营业收入及毛利率情况见下表。

表2 2013-2014年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年1-6月		2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
小锭	22,326.01	-10.41%	43,906.67	-20.53%	72,548.91	-0.99%

原铝	113,539.15	-7.67%	229,310.38	-14.22%	242,341.88	-0.81%
大锭	129,753.94	-9.22%	307,312.86	-16.26%	381,468.27	-2.05%
颗粒	85.74	77.27%	216.93	71.32%	-	-
销售材料	4,498.04	96.21%	7,756.95	89.31%	673.41	-32.71%
电力等	60,358.24	36.56%	147,526.30	28.73%	150,113.11	26.34%
<b>合计</b>	<b>330,561.12</b>	<b>1.05%</b>	<b>736,030.09</b>	<b>-5.72%</b>	<b>847,145.59</b>	<b>3.40%</b>

资料来源：2013-2014年数据来源于公司审计报告，2015年1-6月数据由公司提供，鹏元整理

**2014年公司电解铝产量有所下降，产销率较高，但受行业低迷影响，铝产品销售均价不断下跌，公司电解铝业务收入持续下滑，且盈利能力继续恶化，亏损规模进一步扩大**

跟踪期内，公司电解铝生产能力未发生变化，仍为58万吨/年<sup>1</sup>。面对电解铝行业景气度不断降低的局面，公司开始对电解槽进行检修，更换石墨化阴极，目前检修工作仍在进行中，公司预计2015年底完成。上述检修工作对公司电解铝产量造成了一定影响，2014年公司电解铝产量为50.63万吨，较2013年下降9.86%，其中原铝产量较2013年提高1.92%，大锭和小锭产量分别较2013年下降14.88%和24.71%。2015年1-6月，公司电解铝产量为24.80万吨，其中原铝、大锭和小锭产量分别为10.68万吨、13.32万吨和0.80万吨。

**表3 2013-2014年及2015年1-6月公司电解铝产销情况**

年度	产品	原铝	大锭	小锭	合计
2015年1-6月	产量（万吨）	10.68	13.32	0.80	<b>24.80</b>
	销量（万吨）	10.32	12.94	0.79	<b>24.05</b>
	产销率	96.63%	97.15%	98.75%	<b>96.98%</b>
2014年	产量（万吨）	20.18	26.55	3.90	<b>50.63</b>
	销量（万吨）	20.18	26.58	3.96	<b>50.72</b>
	产销率	100.00%	100.11%	101.54%	<b>100.18%</b>
2013年	产量（万吨）	19.80	31.19	5.18	<b>56.17</b>
	销量（万吨）	19.80	30.86	5.61	<b>56.27</b>
	产销率	100.00%	98.94%	108.30%	<b>100.18%</b>

资料来源：公司提供

2014年以来，公司电解铝销售情况良好，产销量较高，其中原铝主要销售给控股股东万基控股集团内企业，大锭和小锭主要对万基控股集团外的企业销售。受产量下降影响，2014年公司电解铝销量为50.72万吨，较2013年下降9.86%，其中原铝销量较2013年提高1.92%，大锭和小锭销量较2013年分别下降13.87%和29.41%。2015年1-6月，公司电解铝销量为24.05万吨，其中原铝、大锭和小锭销量分别为10.32万吨、12.94万吨和0.79万吨。

受电解铝行业景气度持续低迷影响，公司铝产品价格持续下跌，2014年公司原铝、大

<sup>1</sup>该数据由60万吨/年调整为58万吨/年，系公司提供的数据调整，2014年实际电解铝产能并未发生变化。

锭和小锭平均销售价格较2013年分别下降7.16%、6.47%和14.26%。同时，公司电解铝销量也有所下降，受此影响，2014年公司电解铝业务收入下降较多，全年原铝、大锭和小锭合计实现收入58.05亿元，较2013年下降16.63%，其中原铝、大锭和小锭收入较2013年分别下降5.38%、19.44%和39.48%。

**表4 2013-2014年公司电解铝平均销售价格（元/吨）**

产品	2014年	2013年	变化率
原铝	11,363.25	12,239.49	-7.16%
大锭	11,561.81	12,361.25	-6.47%
小锭	11,087.54	12,932.07	-14.26%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从盈利能力来看，2014年公司电解铝业务仍处于亏损状态，且亏损规模进一步扩大，主要原因在于两方面：第一，受行业景气度持续下降影响，公司电解铝产品平均销售价格持续下降；第二，作为电解铝最主要的成本构成，公司电力采购均价有所上升，且氧化铝的采购均价也有所提高，2014年公司电力与氧化铝采购均价分别同比提高2.89%和2.18%。

整体来看，受电解槽检修影响，2014年公司电解铝产量有所下降，但产销率仍保持在较高水平。受行业景气度持续下降影响，铝产品销售价格持续下跌，公司电解铝业务收入不断下降，同时主要原材料采购均价也有所上升，共同导致公司电解铝业务盈利能力持续恶化，亏损规模进一步扩大。

#### 公司发电量有所下降，收入小幅提升，得益于煤炭价格的继续下跌和售电价格的提高，公司电力业务毛利率小幅提升

公司电力业务由子公司洛阳万基发电有限公司（以下简称“万基发电”）负责运营，跟踪期内，万基发电发电能力未发生变化，仍拥有2台30万千瓦的发电机组，装机容量60万千瓦，所发电量除发电设备正常运营外，全部销售给公司控股股东万基控股并最终上网销售，公司电解铝业务所需电量再上网采购，并需缴纳一定过网费。

受发电机组检修影响，2014年万基发电平均发电小时数较2013年下降399小时，全年发电量为45.10亿度，较2013年下降5.00%；售电量为41.48亿度，较2013年下降3.81%。受电价提升带动，2014年万基发电实现收入15.03亿元<sup>2</sup>，较2013年增长6.8%。2015年1-6月，万基发电发电量为19.13亿度，售电量为17.38亿度。

考虑到国家对污染物的排放标准趋严，2015年公司与江苏峰业科技环保集团股份有限公司（以下简称“江苏峰业”）合作采用BOT的方式对万基发电的发电机组进行脱硫脱硝除尘改造，2015年2月底改造完成一个机组，2015年6月改造完成另一个机组。未来，公司将

<sup>2</sup> 该数据与表3中2014年电力等收入的差额系由以前年度损益调整冲减收入造成的。

按照发电量跟江苏峰业结算脱硫脱硝除尘等费用，期限与发电机组寿命一致，根据2014年公司发电量初步测算，未来公司每年需支付的脱硫脱硝除尘等费用约为1亿元左右，加大了公司的成本压力。

**表5 2013-2014年及2015年1-6月公司电力业务运行情况**

项目	2015年1-6月	2014年	2013年
装机容量（万千瓦）	30	30	30
发电机组（台）	2	2	2
发电量（万千瓦时）	191,333	450,989	474,706
售电量（万千瓦时）	173,811	414,822	431,264
平均电价（元/万度）	3,472.65	3,622.22	3,262.05
全年平均发电小时数（小时）	3,188	6,788	7,187

资料来源：公司提供

公司发电业务所需煤炭主要通过洛阳义安矿业有限公司（以下简称“义安矿业”），义安矿业为公司控股股东万基控股的参股公司，持股比例为49.5%。目前，义安矿业煤炭产能为120万吨/年，所产煤炭主要供给公司使用。2014年，公司煤炭采购量为425.62万吨，较2013年下降5.52%，其中自义安矿业采购量117.05万吨，较2013年下降14.22%。

**表6 2013-2014年及2015年1-6月公司煤炭采购情况（单位：万吨、元/吨）**

年度	采购量	采购均价	从义安矿业的采购量
2015年1-6月	197.58	308.67	26.16
2014年	425.62	396.14	117.05
2013年	450.48	415.07	136.45

资料来源：公司提供

跟踪期内，煤炭行业景气度较低，煤炭价格继续下跌，公司电力业务生产成本得到一定程度的降低。2014年，公司煤炭采购均价为396.14元/吨，较2013年下降4.56%；2015年1-6月，公司煤炭采购均价为308.67元/吨，较2014年平均采购价格下降22.08%。另一方面，2014年公司平均销售电价较2013年提高11.04%，得益于此，公司电力业务盈利能力继续提升，2014年毛利率为28.73%，较2013年提高2.39个百分点。

**公司主要能源消耗与部分原材料均通过内供解决，有利于公司的成本控制，但2014年电力与氧化铝采购均价均有所提升，降低了公司盈利能力，同时公司关联交易依旧较为频繁，经营自主性有待增强**

公司电解铝业务所需原材料主要包括氧化铝、阳极炭素，消耗能源主要为电，其中少量氧化铝自洛阳香江万基铝业有限公司（以下简称“香江万基”）采购，其余全部外购，但这部分外购主要通过万基控股子公司万基控股集团贸易有限公司（以下简称“万基贸易”）进行；阳极炭素基本全部自万基控股子公司洛阳万基炭素有限公司（以下简称“万基炭素”）

采购，万基炭素产能为32万吨/年；电主要通过电网采购万基发电和万基控股及联营企业洛阳义安电力有限公司（以下简称“义安电力”）所发的电力，万基控股与义安电力分别拥有2台13.5万千瓦的发电机组。

由于电解铝产量的下降，与2013年相比，2014年主要原材料的采购量均有所下降，其中电力、氧化铝、阳极炭素采购量较2013年分别下降7.95%、16.24%和11.65%，其中内供量占比分别为87.92%、10.02%和99.23%。目前公司电力内供量占比较高，2014年内供电与外购电成本相比低约21.6%，有利于公司电解铝业务的能源成本控制，但2014年整体电价有所上升，导致公司电力采购均价同比提高2.89%。2015年公司开始与河南龙泉金亨电力有限公司（以下简称“伊川电力”）进行合作，内供量无法满足的电力全部由伊川电力供应，公司不再自其它外部采购电，而伊川电力的发电成本更低，导致2015年1-6月公司内供电价格反而高出伊川电力的价格1.32%，得益于此，2015年1-6月公司电力采购均价较2014年全年下降7.29%。公司氧化铝内供率较低，且跟踪期内采购均价有所提升，2014年氧化铝采购均价较2013年提高2.18%，2015年1-6月氧化铝采购均价较2014年全年的采购均价继续提高2.95%。电力与氧化铝采购均价的提升一定程度上影响了公司电解铝业务的盈利能力。

**表7 2013-2014年及2015年1-6月公司原材料采购情况（单位：万度、万吨、元/万度、元/吨）**

年度	产品	采购量	采购均价	内供量
2015年1-6月	电力	360,874.88	3,893.70	323,199.44
	氧化铝	47.79	2,334.11	18.62
	阳极炭素	12.42	2,628.21	12.42
2014年	电力	762,075.22	4,200.01	669,993.77
	氧化铝	93.89	2,267.20	9.41
	阳极炭素	26.09	2,802.26	25.89
2013年	电力	827,860.75	4,082.13	707,990.82
	氧化铝	112.10	2,218.90	9.12
	阳极炭素	29.53	3,211.10	28.89

注：内供量主要指万基发电、万基控股及其控股与参股公司向公司的供应量。

资料来源：公司提供

整体来看，公司电力消耗与部分原材料均通过内供解决，有利于公司电解铝业务的成本控制，但从另一个角度看，公司的关联交易频繁，且考虑到公司煤炭以外的其他原材料主要通过万基贸易对外采购，因此，公司的关联交易比重仍较大。从向关联企业购买商品或接收劳务情况，2014年公司自万基控股采购电、水等金额达到15.24亿元，自万基贸易采购材料总额达到18.42亿元，自洛阳万基炭素有限公司采购阳极、炭块的材料总额为7.26亿元。整体来看，公司自关联方购买商品或接收劳务总额达到41.46亿元，占当年度原材料采购

总额的比重为53.58%，水平仍较高。

**表8 2013-2014年公司向关联企业购买商品或接收劳务情况（单位：万元）**

关联方名称	交易类型	2014年度		2013年度	
		金额	占比	金额	占比
万基控股集团贸易有限公司	采购材料	184,237.03	23.68%	213,992.32	26.15%
万基控股集团有限公司	采购电、水、煤等	152,361.59	19.58%	121,332.05	14.83%
洛阳万基炭素有限公司	采购阳极、炭块	72,614.36	9.33%	93,592.70	11.44%
其他关联方	采购材料等	5,375.58	0.99%	2,936.82	0.40%
<b>合计</b>	-	<b>414,588.56</b>	<b>53.58%</b>	<b>431,853.89</b>	<b>52.82%</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从向关联企业销售商品或提供劳务情况来看，2014年公司向关联方销售产品总额达到38.10亿元，占当年销售总额的比重达到51.77%，水平仍较高。其中向万基控股集团铝加工有限公司和洛阳万基特种铝合金有限公司销售原铝等产品金额分别为11.34亿元和10.76亿元，向万基贸易销售铝锭金额为6,341.05万元，向万基控股销售电的金额达到15.03亿元。整体来看，2014年公司关联交易依旧较为频繁，经营自主性有待增强。

**表9 2013-2014年公司向关联企业销售商品或提供劳务情况（单位：万元）**

关联方名称	交易类型	2014年度		2013年度	
		金额	占比	金额	占比
万基控股集团铝加工有限公司	销售原铝、材料等	113,419.52	15.41%	119,590.74	14.12%
洛阳万基特种铝合金有限公司	销售原铝、压缩空气等	107,605.43	14.62%	110,951.91	13.10%
万基控股集团有限公司	销售电	150,258.35	20.41%	-	-
万基控股集团贸易有限公司	销售铝锭	6,341.05	0.86%	131,770.65	15.55%
其他关联方	销售商品等	3,367.04	0.47%	2,985.49	0.37%
<b>合计</b>	-	<b>380,991.39</b>	<b>51.77%</b>	<b>365,298.79</b>	<b>43.14%</b>

资料来源：公司审计报告，公司提供，鹏元整理

### 公司更换了领导团队，采取了一系列减亏措施，并取得了一定成效

2014年电解铝行业景气度继续下降，同时公司亦存在管理方面的问题，造成经营状况持续恶化，洛阳市委市政府与新安县委县政府决定更换公司领导团队，2014年8月下旬，新的领导团队正式到位，随后公司进行了一系列的改革。首先，完善了法人治理结构及组织架构，明确了管理分工以及责任，并建立的例会制度（周一早会、周例会，月度质询会、经济分析会），打通沟通渠道。其次，健全各类规章制度，相继修订完善了《干部使用管理办法》、《资金管理制度》、《物资采购及出入库管理办法》、《劳务外包管理办法》等40多个规章制度，并严格实行。第三，建立了绩效考核激励机制和干部考核管理制度，明确各层级员工的职责和权限。

同时，在生产过程中，将观念由追求产量向控制成本转变。其一，拓宽采购渠道，严控招标流程，筛选优质供应商，打破以前大宗原材料单一供应商垄断的局面，并适度提高大宗货物库存，以降低采购成本。在煤炭采购上，2015年公司控股股东万基控股与陕煤集团签订了长期供煤协议，公司原煤价格由原来的10.5元/百大卡下降到7.5元/百大卡，吨煤价格降低约70元；氧化铝采购上，公司加强了与万基控股参股公司香江万基的合作，氧化铝粉采购价格较外部采购每吨下降了约200元。其二，通过设备改造修复等手段降低生产能耗，截至2014年末，公司共修复启用电解槽22台，电解铝的交流电耗已由原来的14,100度降到13,500度，吨铝下降约600度；万基发电通过加强设备治理力度，合理调整入炉煤质，2014年11月发电量8.37亿度，设备利用率达98.66%，为发电机组投入运营以来的最高水平；公司电解铝一、二分厂利用更换的废残极对新换阳极进行预热，使阳极8小时即达到正常导电热值，较原来提前了约16个小时，降低了阳极导电初期的电耗损失。其三，通过外部合作增强竞争力，与江苏峰业合作，采取BOT模式对两台30万千瓦机组进行脱硫脱硝除尘改造，不仅满足了环保要求，同时缓解了公司短期资金压力。

通过上述一系列措施，公司减亏效果明显。2014年公司全年亏损91,699.58万元，但亏损主要集中在前8个月，2014年1-8月，公司亏损合计为84,243.73万元，平均每月亏损10,530.47万元，2014年9-12月，公司月亏损分别为861.16万元、2,078.06万元、1,259.22万元和3,257.41万元，月均亏损为1,863.96万元，较前8个月的月均亏损下降82.30%。2015年1-6月，公司亏损为16,561.41万元，较2014年同期下降78.21%。

#### **公司得到了控股股东和当地政府的有力支持**

为增加公司实力，控股股东万基控股和新安县人民政府给予公司有力支持。2015年5月，控股股东万基控股将持有的公司4.48亿元债权转增公司股本，公司注册资本由3.52亿元增至8.00亿元。2015年6月，根据新安县人民政府县长办公室会议纪要（[2015]29号），新安县人民政府将位于新安县西区商业开发区197亩商住用地注入公司，土地权证等相关手续由新安县国土、财政等部门配合，在2015年底前办理完毕。2015年6月公司已将上述土地入账，入账价值为29,550万元。

## **五、财务分析**

### **财务分析基础说明**

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告及2015年1-6月未经审计财务报表。公司会计报表

按照新会计准则编制,2014年公司合并范围未发生变化,以下分析所用2013年数据均为2014年审计报告年初数。

## 资产结构与质量

公司资产规模有所波动,其中固定资产占比较高,且关联方对公司资金形成了较多占用,整体资产流动性一般

截至2014年末,公司资产总额为108.93亿元,较2013年末增长7.55%。2015年公司资产规模又有所下降,截至2015年6月末,公司总资产为103.85亿元,较2014年末下降4.67%。从资产构成来看,公司资产以流动资产为主,截至2014年末,流动资产占总资产的比重为66.65%。

表10 近两年又一期公司主要资产构成情况(单位:万元)

项目	2015年6月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	173,978.40	16.75%	283,327.47	26.01%	146,861.49	14.50%
应收账款	183,283.93	17.65%	171,148.71	15.71%	78,636.20	7.76%
预付款项	65,777.41	6.33%	59,750.75	5.49%	102,529.18	10.12%
其他应收款	185,725.87	17.88%	185,130.35	17.00%	262,476.17	25.91%
存货	30,699.20	2.96%	26,320.95	2.42%	36,154.52	3.57%
<b>流动资产合计</b>	<b>640,695.01</b>	<b>61.69%</b>	<b>725,988.22</b>	<b>66.65%</b>	<b>628,943.87</b>	<b>62.09%</b>
固定资产	316,659.61	30.49%	335,640.76	30.81%	362,162.43	35.76%
无形资产	39,400.99	3.79%	9,886.96	0.91%	5,642.17	0.56%
<b>非流动资产合计</b>	<b>397,792.93</b>	<b>38.31%</b>	<b>363,319.57</b>	<b>33.35%</b>	<b>383,933.23</b>	<b>37.91%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,038,487.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,089,307.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,012,877.10</b>	<b>100.00%</b>

资料来源:公司2014年审计报告及未经审计的2015年1-6月财务报表,鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2014年末,公司货币资金为28.33亿元,较2013年末增长92.92%,其他货币资金为26.57亿元,其中25.07亿元为银行承兑汇票保证金和信用证保证金,1.51亿元为质押存款。应收账款主要为电力销售款,2014年末较2013年末增长117.65%,账龄均在一年以内,其中应收万基控股货款为16.39亿元,占全部应收账款的比重为95.77%。2014年末预付账款较2013年末下降41.72%,主要为预付材料与设备款,主要包括预付关联方万基控股集团石墨制品有限公司(以下简称“万基石墨”)1.68亿元和预付关联方万基贸易3.42亿元。其他应收款主要系应收关联方往来款,2014年末较2013年末下降29.47%,公司其他应收款回收时间存在一定的不确定性,主要构成详见下表。

**表11 截至2014年末公司主要其他应收款构成情况（单位：万元）**

单位名称	账面余额	性质	账龄	占总额的比重
万基控股集团石墨制品有限公司	110,000.00	往来款	2年以上	59.42%
万基控股集团有限公司	26,000.00	往来款	2年以内	14.04%
新安中联万基水泥有限公司	20,082.00	往来款	1-2年	10.85%
河南新电蓝建染化有限公司	12,000.00	往来款	3年以上	6.48%
洛阳万基新型墙材有限公司	11,000.00	往来款	3年以上	5.94%
<b>合计</b>	<b>179,082.00</b>	-	-	<b>96.73%</b>

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

整体来看，截至2014年末，公司应收账款、预付款项与其他应收款合计为41.60亿元，其中应收与预付万基控股等关联方资金超过35亿元，关联方对公司资金形成了较大多占用。

公司存货主要为原材料和库存商品，截至2014年末的规模分别为0.43亿元和2.17亿元，考虑到目前电解铝行业低迷，公司存货存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要包括固定资产和无形资产，固定资产主要包括机器设备和房屋建筑物，随着固定资产的折旧，其规模不断下降，且部分机器设备已用于抵押借款。无形资产主要为土地使用权，2015年6月当地政府将197亩土地注入公司，使2015年6月末无形资产增长较多，但目前这部分土地尚未办妥土地权证。

总体来看，跟踪期内公司资产规模有所波动，其中固定资产占比较高，且关联方对公司资金形成了较多占用，部分款项回收时间存在一定不确定性，整体资产流动性一般。

### 资产运营效率

#### 公司资产运营效率下降明显，资金运营压力加大

2014年公司应收账款大幅增长，导致应收账款周转率下降明显，同时收入规模的下降也使存货周转天数有所增长，且应付账款周转天数也保持增长，但与应收账款周转天数相比幅度较小，因此2014年公司净营业周期增长明显，较2013年提高155.51%，资金运营压力继续增大。2014年公司流动资产与总资产规模均有所增长，同时公司收入规模继续下降，导致流动资产和总资产周转天数增长快速，整体资产运营效率下降明显。

**表12 2013-2014年公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	61.09	24.28
存货周转天数	14.45	10.29
应付账款周转天数	21.55	13.44
净营业周期	53.99	21.13

流动资产周转天数	331.36	232.41
固定资产周转天数	170.65	160.53
总资产周转天数	514.10	402.27

资料来源：公司2013-2014年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

**公司收入规模继续下降，盈利能力大幅恶化，亏损规模较大；公司减亏措施取得一定成效，亏损呈下降趋势，但目前仍处于亏损状态**

受电解铝行业景气度低迷影响，公司收入水平继续下降，2014年实现营业收入73.60亿元，同比下降13.12%。目前国内宏观经济增速仍有所放缓，经济下行压力较大，短期内电解铝行业低迷的情况难以得到根本改善，预计未来公司收入水平或将受到一定不利影响。

盈利能力方面，得益于煤炭价格的下跌和供电价格的提升，2014年公司电力业务毛利率有所提升，但电解铝业务盈利能力进一步恶化，其中原铝、大锭和小锭毛利率分别下降至-14.22%、-16.26%和-20.53%，受此影响，公司综合毛利率由正转负，下降至-5.72%。得益于电力业务毛利率的继续提升以及电解铝业务亏损措施取得一定成效，2015年1-6月，公司综合毛利率提升至1.05%。此外，随着债务规模的上升，公司财务费用继续增长，同时收入规模下降，导致期间费用率有所提高，目前公司债务规模较大，财务费用存在一定刚性，预计未来仍将影响公司盈利能力。

从盈利水平来看，受综合毛利率下降和期间费用率上升影响，2014年公司亏损规模较大，全年亏损9.17亿元。公司亏损主要集中在2014年1-8月，月均亏损达到10,530.47万元。2014年8月下旬公司新的领导团队到位后，开展了一系列的减亏措施，并取得一定成效，2014年9-12月，公司月均亏损为1,863.96万元，较前8个月的月均亏损规模下降82.30%。2015年1-6月利润总额为-16,561.41万元，较2014年同期下降78.21%。但整体来看，尽管公司减亏措施取得一定成效，但公司仍处于亏损状态。

**表13 近两年又一期公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2015年1-6月	2014年	2013年
营业收入	330,561.12	736,030.09	847,145.59
营业利润	-16,945.06	-91,654.99	-6,318.34
营业外收入	455.00	98.06	7,383.85
利润总额	-16,561.41	-91,699.58	1,062.19
净利润	-19,007.41	-91,699.58	860.20
综合毛利率	1.05%	-5.72%	3.40%
期间费用率	6.04%	6.28%	4.18%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1-6月财务报表，鹏元整理

## 现金流

公司现金生成能力恶化，且随着相关债务的偿付，公司面临较大的资金压力

由于大幅亏损，公司现金生成能力恶化严重，2014年公司FFO为负，较2013年下降121.40%。2014年公司经营活动现金净流入规模有所下降，主要系销售给万基控股的电未实现资金回流导致经营性应收项目增加所致，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金主要系电解铝业务产生。2014年公司对上游资金的占用仍较多，经营性应付项目增加较多，使得公司经营活动仍表现为现金净流入。

跟踪期内，公司投资活动产生的现金流入以及流出规模均较小。跟踪期内，公司仍依赖于外部融资解决日常运营所需资金以及现有债务的还本付息，2014年公司取得借款收到的现金达到18.60亿元，但公司偿还债务及支付利息的规模仍较大，使得筹资活动仍表现为现金净流出。目前公司有息债务规模仍较大，随着现有债务的偿付，公司依然面临较大的资金压力。

表14 2013-2014年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	-91,699.58	860.20
非付现费用	41,497.46	32,710.54
非经营损益	32,321.76	49,989.00
<b>FFO</b>	<b>-17,880.36</b>	<b>83,559.74</b>
营运资本变化	181,384.65	135,086.62
其中：存货的减少（减：增加）	9,833.57	-25,512.66
经营性应收项目的减少（减：增加）	29,588.06	-58,406.57
经营性应付项目的增加（减：减少）	141,963.02	219,005.85
经营活动产生的现金流量净额	163,504.29	218,646.36
投资活动产生的现金流量净额	-800.88	-1,520.89
筹资活动产生的现金流量净额	-26,237.42	-139,417.82
现金及现金等价物净增加额	136,465.98	77,707.74

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司资产负债率水平很高，有息债务规模较大且以短期负债为主，各项偿债能力指标恶化明显，偿债压力大幅增加

2014年公司负债规模保持增长，2014年末负债总额较2013年末增长19.32%，达到103.82亿元，但2015年6月末又降至92.42亿元。从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截

至2015年6月末，公司流动负债为67.65亿元，占负债总额的比重为73.20%。受公司大幅亏损影响，公司所有者权益下降较多，截至2014年末为5.11亿元，较2013年末下降64.23%，产权比率也大幅增长至2033.29%。得益于公司注册资本增加和当地政府的土地注入，2015年6月末公司所有者权益较2014年末增长123.90%，但仍低于2013年末水平。

**表15 近两年又一期公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2015年6月	2014年	2013年
负债合计	924,161.34	1,038,245.39	870,115.12
其中：流动负债	676,493.19	794,911.70	623,645.78
非流动负债	247,668.15	243,333.68	246,469.34
所有者权益合计	114,326.60	51,062.40	142,761.98
产权比率	808.35%	2033.29%	609.49%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1-6月财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成。截至2014年末，公司短期借款为16.92亿元，较2013年末增长54.24%，其中包括保证借款14.23亿元、抵押借款1.20亿元和质押借款1.49亿元。公司应付票据包括银行承兑汇票和商业承兑汇票，2014年保持增长，截至2014年末达到54.86亿元，较2013年末增长22.40%，占负债总额的比重达到52.83%；2015年6月末应付票据规模有所下降。应付账款主要为应付设备款和质保金，2014年末较2013年末增长42.85%。其他应付款主要为往来款和借款，2014年末较2013年末下降33.86%。

**表16 近两年又一期公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2015年6月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	157,500.00	17.04%	169,200.00	16.30%	109,700.00	12.61%
应付票据	457,250.00	49.48%	548,555.95	52.83%	448,155.54	51.51%
应付账款	48,657.90	5.27%	54,808.31	5.28%	38,366.46	4.41%
其他应付款	17,622.73	1.91%	16,788.46	1.62%	25,381.77	2.92%
<b>流动负债合计</b>	<b>676,493.19</b>	<b>73.20%</b>	<b>794,911.70</b>	<b>76.56%</b>	<b>623,645.78</b>	<b>71.67%</b>
长期借款	168,264.83	18.21%	164,000.00	15.80%	165,000.00	18.96%
应付债券	79,403.32	8.59%	79,317.61	7.64%	79,146.18	9.10%
<b>非流动负债合计</b>	<b>247,668.15</b>	<b>26.80%</b>	<b>243,333.68</b>	<b>23.44%</b>	<b>246,469.34</b>	<b>28.33%</b>
<b>负债总额</b>	<b>924,161.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,038,245.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>870,115.12</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	862,418.15	93.32%	961,073.56	92.57%	806,421.71	92.68%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1-6月财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至2014年末，公司长期借款为

16.40亿元，全部为保证借款；应付债务为本期债券。

目前，公司债务主要为有息债务，且2014年增长较快，截至2014年末为96.11亿元，较2013年末增长19.18%，占负债总额的比重为92.57%，其中短期有息债务为71.78亿元。2015年，公司有息债务规模有所下降，截至2015年6月末，公司有息债务86.24亿元，占负债总额的比重为93.32%，其中短期有息债务61.48亿元，短期偿债压力较大。此外，本期债券2016年8月将面临投资者回售选择权，一定程度上加大了公司的短期偿债压力。

2014年公司资产负债率继续提高，截至2014年末达到95.31%，2015年6月下降至88.99%，水平仍较高。同时，公司流动比率和速动比率有所下降，目前水平较低。受大幅亏损影响，公司EBITDA大幅下降，2014年仅为5,372.64万元，较2013年下降94.13%，同时公司利息支出规模继续增长，故EBITDA利息保障倍数下降至极低水平。此外，EBITDA对有息债务的保障程度也大幅下降。目前，公司仍处于亏损状态，且有息债务规模较大，各项偿债能力指标弱化明显，偿债压力进一步加重。

**表17 近两年又一期公司偿债能力指标**

指标名称	2015年6月	2014年	2013年
资产负债率	88.99%	95.31%	85.91%
流动比率	0.95	0.91	1.01
速动比率	0.90	0.88	0.95
EBITDA（万元）	-	5,372.64	91,591.39
EBITDA 利息保障倍数	-	0.10	1.59
有息债务/EBITDA	-	160.52	10.49

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1-6月财务报表，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

担保方经营状况恶化，出现大幅亏损，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保效力有所下降

### 1.担保条款

万基控股集团有限公司为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

### 2.担保人基本情况

跟踪期内，万基控股注册资本、控股股东、主营业务均未发生变更。2014年，万基控股合并范围新增1家一级子公司，为洛阳安轮铝制品有限公司。

截至2014年末，万基控股拥有电解铝产能58万吨/年、大板锭产能12万吨/年、铝铸轧卷产能3万吨/年、特种铝合金棒产能10万吨/年、铝板带产能20万吨/年、铝箔产能2万吨/年，此外，万基控股参股企业洛阳香江万基铝业有限公司（以下简称“香江万基”）氧化铝产能为120万吨/年。万基控股电解铝业务主要由公司负责运营，业务处于大幅亏损的状态。

万基控股铝加工业务由其子公司万基控股集团铝加工有限公司、洛阳万基铝加工有限公司、洛阳万基特种铝合金有限公司负责运营，主要产品包括大板锭、铝铸轧卷、特种铝合金棒以及铝板带与铝箔。2014年上述各项产品产销量均有所增长，但大板锭、铝铸轧卷和特种铝合金棒的收入规模均小幅下降，且盈利能力依旧较差；铝板带和铝箔收入大幅增长，但由于固定资产折旧等原因导致盈利能力下降。2015年1-6月，随着公司减亏措施的开展，各项业务成本有所下降，除铝铸轧卷的盈利能力继续下降外，其他铝加工产品的毛利率水平均有所回升。

万基控股还经营发电业务。跟踪期内，万基控股发电能力未发生变化，截至2014年末，万基控股拥有2台13.5万千瓦发电机组、2台30万千瓦发电机组。2014年万基控股对部分发电机组进行停机检修，导致发电量有所下降，全年累计发电63.99亿度，售电量58.38亿度。同时，万基控股电价也有所下降，导致电力业务收入有所下滑。

综合来看，万基控股铝加工业务盈利较差，电解铝业务亏损，电力业务盈利也有所下降，导致公司盈利能力大幅恶化，亏损规模较大。2014年万基控股电力板块和铝及炭块板块收入较2013年分别下降19.20%和18.26%，毛利率分别下降7.17个百分点和8.45个百分点，受此影响，2014年万基控股营业收入同比下降18.55%，综合毛利率为-2.47%，较2013年下降7.87个百分点，利润总额为-124,131.80万元，较2013年下降1,042.19%。

根据万基控股发展规划，万基控股将在尽快巩固煤—电—铝产业的基础上，谋划和实施一批符合低碳经济发展要求、附加值高、市场前景好的工业项目，继续增强万基控股综合实力，目前开展的主要项目有“20万吨钛白粉项目”和“2\*60万千瓦机组项目”，未来计划开展“60万吨热连轧项目”，此外“40万吨铝板带箔二期项目”目前已暂停，待“60万吨热连轧项目”建成投产后，结合市场形势再决定是否建设。随着上述项目的未来建设并发挥效益，万基控股综合实力进一步增强。但上述在建项目后续所需资金量较大，存在较大的资金压力。

截至2014年12月31日，公司资产总额为188.65亿元，归属于母公司的所有者权益为17.99亿元，资产负债率为90.15%；2014年度，公司实现营业收入89.75亿元，利润总额-12.41亿元，经营活动现金流净额27.91亿元。

截至2015年6月30日，公司资产总额为183.57亿元，归属于母公司的所有者权益为18.81

亿元，资产负债率为89.14%；2015年1-6月，公司实现营业收入42.99亿元，利润总额-2.48亿元，经营活动现金流净额-4.44亿元。

**表18 2013-2014年及2015年1-6月万基控股主要财务指标**

项目	2015年6月	2014年	2013年
总资产（万元）	1,835,661.38	1,886,516.34	1,820,018.27
归属于母公司所有者权益（万元）	188,060.88	179,861.73	308,647.49
有息负债（万元）	1,379,396.26	1,494,230.97	1,339,285.30
资产负债率	89.14%	90.15%	82.55%
流动比率	0.58	0.64	0.78
速动比率	0.48	0.55	0.63
营业收入（万元）	429,887.50	897,481.79	1,101,837.13
营业利润（万元）	-25,520.63	-124,085.07	4,882.02
营业外收入（万元）	884.02	1,554.36	8,609.87
利润总额（万元）	-24,799.65	-124,131.80	13,174.75
综合毛利率	5.75%	-2.47%	5.40%
EBITDA（万元）	-	31,448.81	138,277.85
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	1.66
经营活动现金流净额（万元）	-44,361.98	279,059.36	301,348.97

资料来源：万基控股审计报告以及2015年1-6月未经审计的财务报表，鹏元整理

整体来看，跟踪期内，万基控股经营状况恶化，出现大幅亏损，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保效力有所下降。

## 七、或有事项

截至2015年8月31日，公司对外担保合计为4.07亿元，规模较大，具体担保情况见下表，担保合计占公司2015年6月末净资产的比重为35.60%，存在或有负债风险。

**表21 截至2015年8月31日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保主体	担保金额	担保形式
洛阳万基铝加工有限公司	18,400.00	单人担保
洛阳龙泉天松碳素有限公司	9,500.00	单人担保
洛阳安轮铝制品有限公司	6,800.00	单人担保
栾川县瑞达矿业有限公司	6,000.00	单人担保
合计	40,700.00	-

资料来源：公司《企业信用报告》，鹏元整理

## 八、评级结论

跟踪期内，公司电力业务盈利能力保持提升，且公司得到了控股股东和当地政府的有力支持。

同时值得关注的是，担保方经营状况恶化，出现大幅亏损，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保效力有所下降；电解铝产能过剩突出，价格不断下跌，行业景气度持续低迷，受此影响，公司电解铝产销量有所下降，销售均价下滑，同时原材料价格上涨，公司出现巨亏，现金生成能力恶化，且公司关联交易依旧较为频繁，经营自主性有待增强；公司资产负债率水平很高，有息债务规模较大，且以短期债务为主，各项偿债能力指标恶化明显，偿债压力大幅增加；公司资产规模有所波动，运营效率下降，关联方对公司资金形成了一定占用。此外，公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

基于上述情况，鹏元下调公司主体长期信用等级为A+，下调本期债券信用等级为A+，评级展望调整为负面。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年6月	2014年	2013年	2012年
<b>流动资产：</b>				
货币资金	173,978.40	283,327.47	146,861.49	69,153.74
应收票据	1,230.20	310.00	2,286.32	2,606.17
应收账款	183,283.93	171,148.71	78,636.20	35,648.63
预付款项	65,777.41	59,750.75	102,529.18	158,481.27
其他应收款	185,725.87	185,130.35	262,476.17	188,332.31
存货	30,699.20	26,320.95	36,154.52	10,641.86
其他流动资产	-	-	-	5.29
<b>流动资产合计</b>	<b>640,695.01</b>	<b>725,988.22</b>	<b>628,943.87</b>	<b>464,869.28</b>
<b>非流动资产：</b>				
长期股权投资	5,065.89	5,065.89	4,773.25	5,290.35
固定资产	316,659.61	335,640.76	362,162.43	393,328.51
在建工程	13,105.99	6,885.96	4,473.72	2,045.35
工程物资	6.68	9.29	9.29	11.85
固定资产清理	23,462.71	2,318.74	2,453.25	3,123.11
无形资产	39,400.99	9,886.96	5,642.17	5,779.14
长期待摊费用	91.05	-	-	-
递延所得税资产	-	-	-	202.00
其他非流动资产	-	3,511.96	4,419.12	5,691.61
<b>非流动资产合计</b>	<b>397,792.93</b>	<b>363,319.57</b>	<b>383,933.23</b>	<b>415,471.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,038,487.94</b>	<b>1,089,307.79</b>	<b>1,012,877.10</b>	<b>880,341.19</b>
<b>流动负债：</b>				
短期借款	157,500.00	169,200.00	109,700.00	81,300.00
应付票据	457,250.00	548,555.95	448,155.54	260,221.99
应付账款	48,657.90	54,808.31	38,366.46	22,745.38
预收款项	4,392.49	7,944.88	2,908.25	1,882.04
应付职工薪酬	-	2,497.14	740.25	1,402.57
应交税费	-8,929.92	-6,896.36	-8,039.82	-14,750.47
应付利息	-	2,013.33	2,013.33	2,013.33
其他应付款	17,622.73	16,788.46	25,381.77	2,319.27
一年内到期的非流动负债	-	-	4,420.00	-
<b>流动负债合计</b>	<b>676,493.19</b>	<b>794,911.70</b>	<b>623,645.78</b>	<b>357,134.09</b>
<b>非流动负债：</b>				
长期借款	168,264.83	164,000.00	165,000.00	295,233.25

应付债券	79,403.32	79,317.61	79,146.18	78,992.22
长期应付款	-	16.08	2,323.16	7,079.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>247,668.15</b>	<b>243,333.68</b>	<b>246,469.34</b>	<b>381,305.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>924,161.34</b>	<b>1,038,245.39</b>	<b>870,115.12</b>	<b>738,439.40</b>
<b>所有者权益（或股东权益）：</b>				
实收资本（或股本）	80,000.00	35,200.00	35,200.00	35,200.00
资本公积	79,128.16	49,578.16	49,578.16	49,578.16
盈余公积	59,307.98	59,223.90	59,223.90	59,223.90
未分配利润	-104,109.54	-92,939.65	-1,240.07	-2,100.27
归属于母公司所有者权益合计	114,326.60	51,062.40	142,761.98	141,901.79
<b>所有者权益合计</b>	<b>114,326.60</b>	<b>51,062.40</b>	<b>142,761.98</b>	<b>141,901.79</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,038,487.94</b>	<b>1,089,307.79</b>	<b>1,012,877.10</b>	<b>880,341.19</b>

资料来源：公司年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 财务报表，鹏元整理

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
<b>一、营业收入</b>	<b>330,561.12</b>	<b>736,030.09</b>	<b>847,145.59</b>	<b>897,126.27</b>
减：营业成本	327,092.34	778,137.65	818,334.98	887,357.56
营业税金及附加	454.74	487.09	290.15	642.05
销售费用	781.59	2,461.53	3,494.47	5,378.78
管理费用	3,253.46	6,159.97	6,174.02	6,934.72
财务费用	15,924.06	37,584.51	25,706.29	45,728.60
资产减值损失	-	-	-325.00	20.54
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-	-2,854.34	210.97	-404.20
<b>二、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>-16,945.06</b>	<b>-91,654.99</b>	<b>-6,318.34</b>	<b>-49,340.18</b>
加：营业外收入	455.00	98.06	7,383.85	1,999.38
减：营业外支出	71.34	142.65	3.32	245.12
<b>三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>-16,561.41</b>	<b>-91,699.58</b>	<b>1,062.19</b>	<b>-47,585.91</b>
减：所得税费用	2,446.00	-	202.00	-5.14
<b>四、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>-19,007.41</b>	<b>-91,699.58</b>	<b>860.20</b>	<b>-47,580.77</b>

资料来源：公司年审计报告及未经审计的2015年1-6财务报表，鹏元整理

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项 目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	324,979.96	955,443.48	1,042,631.39	1,193,883.09
收到的税费返还	-	-	-	1.20
收到的其他与经营活动有关的现金	456.56	30,304.78	27,573.66	7,320.82
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>325,436.52</b>	<b>985,748.26</b>	<b>1,070,205.05</b>	<b>1,201,205.12</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	392,740.64	799,446.80	828,517.07	1,107,412.50
支付给职工以及为职工支付的现金	6,559.74	9,843.47	12,935.06	13,482.00
支付的各项税费	7,119.34	4,645.22	669.59	11,259.10
支付的其他与经营活动有关的现金	1,772.33	8,308.48	9,436.97	9,937.18
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>408,192.06</b>	<b>822,243.97</b>	<b>851,558.69</b>	<b>1,142,090.77</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-82,755.53</b>	<b>163,504.29</b>	<b>218,646.36</b>	<b>59,114.35</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资所收到的现金	-	-	-	4,905.00
取得投资收益所收到的现金	-	-	-	1.67
处置固定资产、无形资产和其它长期资产而收回的现金净额	-	-	129.68	2,448.90
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>129.68</b>	<b>7,355.58</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	9,716.46	800.88	1,650.56	12,026.17
投资支付的现金	-	-	-	4,905.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>9,716.46</b>	<b>800.88</b>	<b>1,650.56</b>	<b>16,931.17</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-9,716.46</b>	<b>-800.88</b>	<b>-1,520.89</b>	<b>-9,575.60</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
取得借款收到的现金	126,700.00	186,000.00	161,161.15	197,100.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3,459.72	-	-	-
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>130,159.72</b>	<b>186,000.00</b>	<b>161,161.15</b>	<b>197,100.00</b>
偿还债务支付的现金	122,135.17	182,770.00	250,581.00	224,970.12
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,424.54	29,467.42	49,997.97	38,259.41
支付的其他与筹资活动有关的现金	12,556.88	-	-	-
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>146,116.60</b>	<b>212,237.42</b>	<b>300,578.97</b>	<b>263,229.53</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15,956.88</b>	<b>-26,237.42</b>	<b>-139,417.82</b>	<b>-66,129.53</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>			<b>0.09</b>	<b>-0.09</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-108,428.87</b>	<b>136,465.98</b>	<b>77,707.74</b>	<b>-16,590.87</b>
期初现金及现金等价物余额	283,637.47	146,861.49	69,153.74	85,744.61
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>175,208.60</b>	<b>283,327.47</b>	<b>146,861.49</b>	<b>69,153.74</b>

资料来源：公司年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 财务报表，鹏元整理

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

补充资料	2014年	2013年	2012年
<b>净利润</b>	<b>-91,699.58</b>	<b>860.20</b>	<b>-47,580.77</b>
加：资产减值准备	-	-325.00	20.54
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	41,345.84	32,898.58	43,534.18
无形资产摊销	151.62	136.96	139.11
长期待摊费用	-	-	1,798.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 （收益以“-”号填列）	-	-	237.29
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	-	-	5,779.28
财务费用（收益以“-”号填列）	29,467.42	49,997.97	38,259.41
投资损失（收益以“-”号填列）	2,854.34	-210.97	404.20
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-	202.00	-5.14
存货的减少（增加以“-”号填列）	9,833.57	-25,512.66	-1,324.83
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	29,588.06	-58,406.57	-6,371.32
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	141,963.02	219,005.85	24,223.97
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>163,504.29</b>	<b>218,646.36</b>	<b>59,114.35</b>

资料来源：公司年审计报告及未经审计的2015年1-6财务报表，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015年6月	2014年	2013年	2012年
有息负债（万元）	862,418.15	961,073.56	806,421.71	715,747.46
资产负债率	88.99%	95.31%	85.91%	83.88%
流动比率	0.95	0.91	1.01	1.30
速动比率	0.90	0.88	0.95	1.27
产权比率	808.35%	2033.29%	609.49%	520.39%
期间费用率	6.04%	6.28%	4.18%	6.47%
综合毛利率	1.05%	-5.72%	3.40%	1.09%
EBITDA（万元）	-	5,372.64	91,591.39	54,644.27
EBITDA 利息保障倍数	-	0.10	1.59	0.96
有息债务/EBITDA	-	160.52	10.49	13.10
应收账款周转天数	-	61.09	24.28	7.37
存货周转天数	-	14.45	10.29	4.05
应付账款周转天数	-	21.55	13.44	6.19
净营业周期	-	53.99	21.13	5.23
流动资产周转天数	-	331.36	232.41	175.00
固定资产周转天数	-	170.65	160.53	125.76
总资产周转天数	-	514.10	402.27	323.47
非付现费用（万元）	-	41,497.46	32,710.54	45,492.25
非经营损益（万元）	-	32,321.76	49,989.00	44,675.04
FFO（万元）	-	-17,880.36	83,559.74	42,586.52
营运资本变化（万元）	-	181,384.65	135,086.62	16,527.82

资料来源：公司年审计报告及未经审计的2015年1-6财务报表，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。