



中国铝业股份有限公司 跟踪评级

跟踪评级

信用等级: AAA- 评级展望: 稳定
评级时间: 2021.11.01

上次评级

信用等级: AA+ 评级展望: 稳定
评级时间: 2020.08.26

跟踪评级观点

中国铝业股份有限公司（以下简称“中铝股份”或“公司”）主营氧化铝及电解铝的生产和销售业务。中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）认为，跟踪期内，随着几内亚铝土矿项目、广西防城港氧化铝项目投产，公司资源和规模优势得到进一步巩固，受降本增效以及电解铝价格上涨影响，产品价格上涨部分超过生产成本的增加，整体看，公司经营风险依然很低。财务方面，公司盈利能力仍处于行业一般水平，短期内无大规模投资，债务负担下降趋势有望持续，长短期偿债指标有望进一步优化，公司融资环境良好，财务风险有所下降，整体处于很低水平。外部支持仍具有较强的增信作用。综合考虑上述因素，评定公司的主体信用等级为 AAA-，评级展望为稳定。

公司概况

中国铝业股份有限公司为央企中国铝业集团有限公司（以下简称“中铝集团”）的二级子公司。跟踪期内，公司仍从事氧化铝和电解铝的生产及销售业务；公司股权结构未发生明显变化，实际控制人仍为国务院国资委。

经营风险：仍处于很低水平

行业层面，2021年，随着疫情对经济影响的弱化，全球电解铝需求将进一步恢复；但是电解铝产能扩张规模较大，电解铝行业供需关系边际弱化，处于供需基本平衡状态。2021年1~10月，由于铝需求较为旺盛叠加电力资源紧张导致产能释放不足，价格维持高位震荡，一度屡创历史新高；10月到年末，如果行业产能充分释放叠加海外产能恢复，铝价有小幅下行压力，但仍处于历史高位。综合看，2021年铝价处于本周期内很高水平。2022年，考虑下游需求或难以保持强劲势头，铝价存在下降压力，但整体仍将处于本周期内的中等水平。

跟踪期内，公司氧化铝产能及产量规模均有所提升；2020年9月，广西防城港200万吨/年氧化铝项目建成投产，公司逐步形成内蒙古、山西、广西产业基地。截至2021年6月末，公司氧化铝产能为2,086万吨/年，龙头地位进一步巩固。2020年，公司氧化铝产量1,453万吨，同比增长73万吨。电解铝方面，子公司山东华宇将13.50万吨电解铝产能指标司法拍卖，受此影响2020年公司电解铝产能同比下降，产量小幅减少10万吨至369万吨，截至2021年6月末，公司拥有电解铝产能455.60万吨/年。公司氧化铝产量排名全球首位，电解铝产量排名全球第二，规模优势依然突出。短期内，公司无重大在建项目，预计氧化铝和电解铝产能将保持稳定，需关注能耗双控及环保政策对公司相关业务的影响。2020年公司贸易业务规模同比小幅下降

分析师

田萌 张彧

电话: 010-88090027

邮箱: tianmeng@chinaratings.com.cn

市场部

电话: 010-88090123

传真: 010-88090162

邮箱: cs@chinaratings.com.cn

地址: 北京西城区金融大街28号院

盈泰中心2号楼6层(100032)

网站: www.chinaratings.com.cn



至 1,553.92 亿元，毛利率较上年下降 0.34 个百分点至 1.12%，主要是受疫情影响公司焦煤贸易量减少以及氧化铝价格同比降低所致。

从原料采购及成本方面看，公司加大了各环节成本控制，主要产品生产成本逐步下降。**铝土矿方面**，截至 2020 年末，公司铝土矿资源保有量为 23.07 亿吨，其中国内 5.57 亿吨、国外 17.50 亿吨。2020 年，铝土矿产量为 2,050 万吨，同比增加 571 万吨，主要系公司在几内亚的 Boffa 项目（产能 1,200 万吨/年）于 2020 年 5 月达产所致。受益于 Boffa 项目快速达产后持续稳定供矿，2020 年公司铝土矿自给率同比增加 6 个百分点至 46%。**氧化铝方面**，在石灰石、纯碱等原材料及煤气等燃料动力价格下降的影响下，公司氧化铝平均生产成本由 2019 年的 2,061 元/吨下降至 2020 年的 1,879 元/吨左右，成本下降空间有限；氧化铝均价则由 2019 年的 2,735 元/吨左右下滑至 2020 年的 2,456 元/吨左右，公司氧化铝业务利润进一步缩减。**电解铝方面**，2020 年公司自发电量为 139 亿千瓦时，电力自给率约 27%；综合电力成本同比增加 0.59 分/千瓦时，吨铝综合交流电耗略有提升。在各环节生产成本综合影响下，2020 年公司电解铝生产成本同比下降约 343 元/吨至 10,724 元/吨，处于行业平均水平。2021 年以来，煤炭价格快速上升，将加大公司成本控制压力；但公司电力自给率较低，以外购电为主、成本相对稳定，因此在高煤价下成本压力略小。受益于降本增效的实施，公司 2021 年 1~6 月氧化铝平均生产成本进一步下降至 1,775 元/吨左右，考虑到公司氧化铝自给率 100%，用电成本上升空间相对可控。2021 年 1~10 月，电解铝价格上涨至历史高位，公司受益于外购电占比高，成本上涨幅度相对较低，电解铝吨铝利润增幅度高于行业水平。综合来看，公司电解铝、氧化铝业务盈利空间均有所扩大。展望 2021 年全年，由于铝价高涨导致板块盈利提升将超过电解铝生产成本的增加，预计公司铝板块整体盈利将大幅提升。考虑在电价市场化之后，高耗能行业电价不受上浮 20% 的限制，公司未来用电成本将有所抬升，或对利润端形成一定制约。

管理与战略

项目建设方面，截至 2021 年 6 月末，广西华昇 200 万吨氧化铝项目和几内亚矿山项目均已投产，目前公司无重大在建项目，拟建项目尚在前论证阶段，短期内资本支出压力不大。

综合来看，跟踪期内公司行业地位和规模优势突出，铝土矿自给率有所提升，公司在各生产环节上进行成本控制，电解铝生产成本处于行业平均水平，经营风险维持很低水平；2020 年降本增效以及电解铝价格上涨带动盈利能力小幅提升。2021 年来随着下游需求提升及铝产品价格快速上涨，产品价格上涨部分超过生产成本的增加，公司盈利空间扩大。整体看，公司经营风险维持稳定，仍处于很低水平。

财务风险：处于很低水平

资产质量方面，跟踪期内，公司资产规模小幅下降，截至 2021 年 6 月末，非流动资产占比 74.09%。流动资产主要为存货、货币资金



和其他应收款，2020 年公司收到搬迁补偿款，其他应收款有所下降，截至 2021 年 6 月末规模进一步降至 35.32 亿元，前四名全部为关联企业，关联方占款对公司资金存在一定占用。同年公司收回 35 亿元银行理财产品，加大自有资金债务偿还力度，因此年末货币资金规模并未大幅增加。2021 年 6 月末，公司货币资金规模较上年末减少 29.13%，主要是公司购买理财所致。非流动资产方面，以厂房设备为主的固定资产和以土地使用权为主的无形资产近年来保持在较大规模，随着广西和几内亚项目的建成投产，公司在建工程陆续转固，2020 年固定资产规模增加。由于部分机器设备售后回租合同到期导致使用权资产同比下降，期末非流动资产同比下降 3.67%。上述因素综合影响下，公司资产规模同比小幅下降。截至 2021 年 6 月末，公司受限资产 108 亿元，主要为固定资产抵押和应收账款质押，占同期末净资产的比重为 14.22%。整体来看，公司资产质量一般，流动性偏弱。

盈利方面，2020 年，受贸易业务规模下降影响，公司实现营业收入 1,859.94 亿元，同比下降 2.15%。受益于降本增效措施的开展对冲了部分价格下降，2020 年公司氧化铝业务毛利率上升 2.79 个百分点至 13.76%，同期电解铝生产成本下降、销售价格提升带动毛利率上升 3.10 个百分点至 11.42%；2020 年公司研发费用投入增加，受益于债务规模压降、利息支出减少，公司财务费用有所下降，在此综合作用下，公司整体经营性业务利润大幅增长 70.64%至 35.19 亿元。非经常损益方面，当年公司计提大额资产减值损失侵蚀公司利润，包括 13.2 亿元存货跌价损失、9.78 亿元应收款项坏账损失、3.82 亿元对长期资产计提的减值准备，2020 年公司利润总额 21.55 亿元，与上年基本持平。2021 年 1~6 月，氧化铝价格较上年变动不大，电解铝价格较上年同期增长约 4,117 元/吨，即使考虑电解铝生产成本的增加，公司盈利水平仍大幅提升，当期实现经营性业务盈利 77.03 亿元，为近十五年来最好水平。整体看，跟踪期内公司盈利表现较好，盈利能力有所提升。

现金流方面，受益于公司加大现金管理及降本增效措施的实施，公司，2020 年公司经营活动净现金流增加至 149.29 亿元，现金收入比为 0.80 倍，继续保持了很强的经营获现能力。受收回理财及项目建设投资支出减少影响，2020 投资活动现金流转为净流入。公司短期内固定资产方面的投资规模不大，整体资本支出压力可控。受公司偿债规模增加影响，筹资活动现金流净流出规模继续增长。公司融资渠道广泛，2020 年公司综合融资成本较 2019 年下降 0.48 个百分点，截至 2020 年末，公司共获得授信额度 2,076.05 亿元，其中未使用额度 1,563.18 亿元，备用流动性充足。

债务负担方面，公司加大自有资金偿债力度，债务规模持续下降，且债务期限结构趋于合理，截至 2021 年 6 月末，公司全部债务 910.65 亿元，其中短期债务占比为 38.67%，呈现趋势性下降，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.87 和 54.52%，债务负担持续下降，处于行业一般水平。截至 2021 年 6 月末，公司其他权益工具科目中包含 44.86 亿元永续债，如将此部分纳入负债端考虑，公司的全部债务



规模增至 955.51 亿元，资产负债率增至 63.18%，债务负担有所上升，但仍处于行业一般水平。偿债指标方面，2021 年 6 月末公司流动比率和现金类资产/短期债务分别为 0.85 倍和 0.36 倍，2020 年末全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.74 倍和 3.26 倍，偿债指标整体有所提升，处于行业内中等水平。

综合来看，跟踪期内，公司资产规模小幅下降，资产质量一般，流动性偏弱，盈利能力有所增强，短期内资本支出压力可控，随着债务偿还，公司的债务负担呈下降趋势，仍处于行业一般水平，长短期偿债指标整体有所提升，仍处于行业中等水平。公司融资环境良好，在盈利提升影响下整体偿债指标有望进一步改善。财务风险有所下降。

外部支持：仍有较强的增信作用

公司控股股东为中铝集团，实际控制人为国务院国资委。中铝集团是中国最大的有色金属央企之一，行业地位重要，公司是中铝集团下属最主要的铝业务经营主体，控股股东中铝集团能够在产业政策、资金补助、项目审批、资源整合等方面为公司提供有力支持。近年来在劣质资产处置、资金融通等方面公司得到了较大支持。整体看，公司控股股东和实际控制人支持能力和支持意愿较强，外部支持对公司增信作用仍较强。

评级展望：稳定

未来 12~18 个月内，预计铝行业景气度仍将处于本周期内的中上水平，公司铝业务具有突出的规模优势，随着降本增效持续推进以及内部产能结构性调整发挥效果，公司生产成本上升空间相对可控，预计公司整体经营风险将继续保持很低水平。财务方面，公司盈利能力有所增强，短期内无大规模投资，债务负担下降趋势有望持续，长短期偿债指标有望进一步优化，公司融资环境良好，财务风险有所下降，整体处于很低水平。外部支持仍具有较强的增信作用。因此，中债资信给予公司的评级展望为“稳定”。



附件一：公司主要经营数据信息

表 1：公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目名称	收入		毛利率	
	2019	2020	2019	2020
氧化铝板块	439.00	423.82	10.97	13.76
电解铝板块	490.89	518.89	8.32	11.42
贸易板块	1586.86	1553.92	1.46	1.12
能源板块	73.46	71.84	28.61	23.65
公司整体	1900.74	1859.94	7.27	8.24

注：公司整体数据进行过合并抵消

资料来源：公司提供，中债资信整理



附件二：

公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2018	2019	2020	2021H1
货币资金	212.96	90.65	106.87	75.74
应收票据	28.94	0.00	0.00	0.00
应收账款	52.06	45.59	47.47	58.20
其他应收款（合计）	49.54	57.38	39.99	35.52
存货	204.60	195.15	198.57	195.08
流动资产合计	588.95	487.14	462.04	502.97
长期股权投资	97.57	128.98	125.48	128.91
固定资产（合计）	940.74	912.69	970.03	948.95
在建工程（合计）	129.80	123.60	38.86	32.53
无形资产	136.49	158.05	161.75	157.50
资产总计	2008.76	2030.71	1949.02	1941.12
短期借款	392.96	212.38	207.38	158.57
应付票据	54.39	47.27	54.68	30.96
应付账款	85.68	78.58	99.73	112.84
其他应付款（合计）	90.42	103.91	85.06	80.61
一年内到期的非流动负债	63.20	50.71	120.18	117.66
流动负债合计	747.49	691.70	626.27	588.42
长期借款	427.56	354.96	393.86	397.99
应付债券	96.98	167.37	118.75	98.79
负债合计	1332.07	1323.46	1237.30	1181.61
实收资本（股本）	149.04	170.23	170.23	170.23
资本公积	301.05	281.28	281.65	281.65
未分配利润	-27.23	-21.24	-16.49	56.56
少数股东权益	152.54	160.65	168.40	184.71
所有者权益合计	676.69	707.25	711.72	759.51
营业总收入	1802.40	1900.74	1859.94	1207.36
营业成本	1643.10	1762.56	1706.75	1068.97
销售费用	24.97	16.73	14.57	8.77
管理费用	29.27	29.91	30.67	16.50
财务费用	44.84	47.20	42.41	19.33
投资收益	7.40	11.61	9.44	-0.31
营业利润	24.24	19.57	23.03	67.18
利润总额	24.30	21.14	21.55	60.31
净利润	16.08	14.88	15.73	47.92
归属于母公司所有者的净利润	8.70	8.51	7.41	30.75
销售商品、提供劳务收到的现金	1553.73	1547.13	1485.52	964.38
经营活动现金流入量	1572.36	1561.14	1499.82	971.09
购买商品、接受劳务支付的现金	1260.23	1262.71	1191.61	777.27
经营活动现金流量净额	131.85	125.77	149.29	95.22
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	68.52	90.91	50.39	7.90
投资活动现金流量净额	-56.96	-134.96	18.85	-56.92
筹资活动现金流量净额	-162.66	-104.74	-157.73	-63.18

附件三：

公司主要财务指标（合并口径）

财务指标	2018	2019	2020	2021H1
现金类资产（亿元）	242.07	125.68	107.05	125.74
短期债务（亿元）	531.65	473.87	406.62	352.16
长期债务（亿元）	542.07	592.44	575.18	558.49
全部债务（亿元）	1073.72	1066.30	981.80	910.65
EBIT（亿元）	71.15	70.38	64.99	—
EBITDA（亿元）	151.71	149.20	145.76	—
应收账款周转率（次）	22.35	30.03	39.97	—
存货周转率（次）	8.05	8.82	8.67	—
流动资产周转率（次）	2.83	3.53	3.92	—
总资产周转率（次）	0.90	0.94	0.93	—
资产负债率（%）	66.31	65.17	63.48	60.87
全部债务资本化比率（%）	61.34	60.12	57.97	54.52
长期债务资本化比率（%）	44.48	45.58	44.70	42.37
营业毛利率（%）	8.84	7.27	8.24	11.46
总资产报酬率（%）	3.55	3.48	3.27	—
净资产收益率（%）	2.41	2.15	2.22	—
期间费用收入比（%）	5.85	5.43	5.48	4.24
成本费用率（%）	97.01	98.16	97.25	92.78
现金收入比（%）	86.20	81.40	79.87	79.88
盈利现金比率（%）	820.08	845.17	949.05	198.73
经营净现金/EBITDA（%）	86.92	84.29	102.42	—
流动比率（倍）	0.79	0.70	0.74	0.85
速动比率（倍）	0.51	0.42	0.42	0.52
保守速动比率（倍）	0.32	0.18	0.17	0.21
全部债务/EBITDA（倍）	7.08	7.15	6.74	—
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.92	2.86	3.26	—
经营净现金流动负债比（倍）	0.18	0.18	0.24	0.16
经营净现金负债比（倍）	0.10	0.10	0.12	0.08
经营净现金/短期债务（倍）	0.25	0.27	0.37	0.27
经营净现金利息保障倍数（倍）	2.53	2.41	3.34	—



附件四：

主体信用等级符号及含义

中债资信主体评级符号体系适用于公司主体评级业务，是对受评主体违约风险的评价。其等级划分为四等十级，符号表示分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D，其中 AAA 至 B 级别可用‘+’或‘-’符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各主体等级含义如下：

等级符号	等级含义
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	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，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	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D	主体已经违约。

信用评级报告声明

（一）中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）对中国铝业股份有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。

（二）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（四）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

（六）本报告中引用的受评主体相关资料均由受评主体提供或由其公开披露的资料整理，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效；在有效期内，该信用等级有可能根据中债资信跟踪评级的结论发生变化。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。