

中铝资本控股有限公司

2019 年公开发行永续期公司债券（第一期）

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[2021]100198】

**评级对象:** 中铝资本控股有限公司 2019 年公开发行永续期公司债券（第一期）

19 中铝 Y1

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 10 日

**前次跟踪:** AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日

**首次评级:** AA+/稳定/AA+/2019 年 10 月 31 日

### 主要财务数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径				
货币资金	0.42	19.03	4.13	8.69
刚性债务	-	33.71	50.79	57.20
所有者权益	25.80	55.04	50.71	50.84
经营性现金净流入量	-0.34	-14.00	-5.90	-9.50
合并口径				
总资产	94.97	120.68	139.20	148.32
总负债	64.84	56.75	78.29	86.35
刚性债务	60.60	63.36	81.36	88.13
所有者权益	30.13	63.94	60.92	61.96
营业总收入	4.10	4.96	5.47	2.23
净利润	2.14	2.53	3.55	1.19
经营性现金净流入量	2.03	3.93	3.04	2.04
EBITDA	4.54	5.35	6.72	-
资产负债率[%]	68.27	47.02	56.24	58.22
权益资本与刚性债务比率[%]	49.83	100.91	74.87	70.31
流动比率[%]	224.13	193.06	115.78	134.70
现金比率[%]	86.25	77.01	21.56	25.07
净资产收益率[%]	7.29	5.39	5.69	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.76	6.46	4.51	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.88	-12.16	-37.03	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.38	2.34	2.89	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.09	0.09	-

注:表中数据根据中铝资本经审计的 2018-2020 年度审计报告及 2021 年第一季度未经审计的财务报表数据整理、计算。

### 分析师

王隽颖 wangjy@shxsj.com

宫晨 gongchen@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)对中铝资本控股有限公司(简称中铝资本、发行人、该公司或公司)2019 年公开发行永续期公司债券(第一期)的跟踪评级反映了 2020 年以来中铝资本在股东支持及业务模式逐步多元化等方面保持优势,同时也反映了公司在风险管理、人才储备及行业集中度等方面继续面临一定压力。

#### 主要优势:

- **股东支持。**中铝资本为中铝集团的控股子公司,是其重要的投资载体,在中铝集团金融业务布局中居于重要位置,在资本补充、业务协同及流动性支持等方面获得了股东的有力支持。
- **业务领域不断拓宽。**中铝资本成立以来,业务领域不断拓宽,逐步涉足融资租赁、商业保理、基金投资、期货和保险经纪等领域,业务模式逐步多元化。

#### 主要风险:

- **风险管理压力。**2019 年起,中铝资本租赁及保理业务单元市场化业务规模增长较快,此类业务开展时间较短,其风控有效性有待完整周期的检验。
- **人才储备压力。**中铝资本市场化租赁业务、基金业务发展和期货板块整合,均对其人才储备提出了更高要求。
- **行业集中度高。**中铝资本的业务集中在有色金属板块,特别是铝产业链上下游,此类行业具有强周期性特征,经济的周期性波动对公司各板块业务的影响较大。



### ➤ 未来展望

通过对中铝资本及其发行的本期债券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；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA+信用等级。



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 中铝资本控股有限公司

### 2019年公开发行永续期公司债券（第一期）

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照中铝资本控股有限公司 2019 年公开发行永续期公司债券（第一期）（简称“19 中铝 Y1”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中铝资本提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对中铝资本的财务状况、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。

中铝资本于 2019 年 12 月在上海证券交易所公开形式发行了“19 中铝 Y1”。“19 中铝 Y1”发行规模为 5.00 亿元，基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，发行人有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；在发行人不行使续期选择权而全额兑付时到期。“19 中铝 Y1”首个周期的票面利率为 5.28%，首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。此外，“19 中铝 Y1”附有续期选择权、递延支付利息权和赎回选择权。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
21 中铝资本 SCP002	8.00	0.3479	3.80	2021-03-08	未到期
21 中铝资本 SCP001	7.00	0.6493	3.70	2021-01-20	未到期
20 中铝资本 SCP007	7.00	0.737	3.55	2020-11-23	未到期
20 中铝资本 SCP003	6.00	0.7397	3.40	2020-09-10	未到期
19 中铝 Y1	5.00	3+N	5.28	2019-12-25	未到期

资料来源：wind

## 概况

中铝资本控股有限公司（以下简称“中铝资本”、“公司”或“发行人”）成立于 2015 年 5 月，初始注册资本为 20.00 亿元，由中国铝业集团有限公司（以下简称“中铝集团”或“集团”）全资设立。2016 年 11 月，公司引入中国铝业股份有限公司（以下简称“中铝股份”）作为新股东，注册资本增至 24.30 亿元。2019 年 1 月和 2019 年 4 月，公司获得中铝集团和中铝股份两轮增资，共收到增资款 18.27 亿元，其中，以货币资金出资 12.00 亿元，全部计入实收资本；以中铝财务有限责任公司（以下简称“中铝财务”）股权作价 6.27 亿元注入公司，其中 4.95 亿元计入实收资本，1.32 亿元计入资本公积，公司注册资本及实收资本由 24.30 亿元增至 41.25 亿元。截至 2020 年末，公司注册资本为 41.25

亿元，实缴资本为 41.25 亿元，其中以股权形式进行的实缴金额占实缴总金额的 19.53%，中铝集团和中铝股份分别持有其 85.29% 和 14.71% 的股份，中铝集团为公司的实际控制人。

中铝资本是中铝集团的产业金融服务平台，其定位为集团的投资载体。截至 2020 年末，公司共参控股公司 9 家，涵盖融资租赁、商业保理、基金管理、期货、保险经纪和金融信息服务等业务领域。

**图表 2. 2020 年末，纳入中铝资本合并范围内的重要子公司情况（单位：亿元，%）**

公司名称	简称	持股比例	经营范围	成立时点
中铝融资租赁有限公司	中铝租赁	75.00	融资租赁	2015 年 5 月
中铝商业保理（天津）有限公司	中铝商业保理	65.62	贸易融资	2016 年 5 月
中铝建信投资管理（北京）有限公司	中铝建信	51.00	投资管理、咨询	2013 年 10 月
中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司	中铝创投	100.00	投资管理、咨询	2017 年 12 月
中铝保险经纪（北京）股份有限公司	中铝保险经纪	94.15	保险经纪	2002 年 9 月

资料来源：中铝资本

截至 2020 年末，中铝资本经审计的合并口径资产总额为 139.20 亿元，负债总额为 78.29 亿元，所有者权益为 60.92 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 54.01 亿元）；当年实现营业总收入 5.47 亿元，净利润 3.55 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.00 亿元）。

截至 2021 年 3 月末，中铝资本未经审计的合并口径资产总额为 148.32 亿元，负债总额为 86.35 亿元，所有者权益为 61.96 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 54.83 亿元）；当期实现营业总收入 2.23 亿元，净利润 1.19 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.92 亿元）。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的

深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略

的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业环境

### A. 融资租赁行业环境

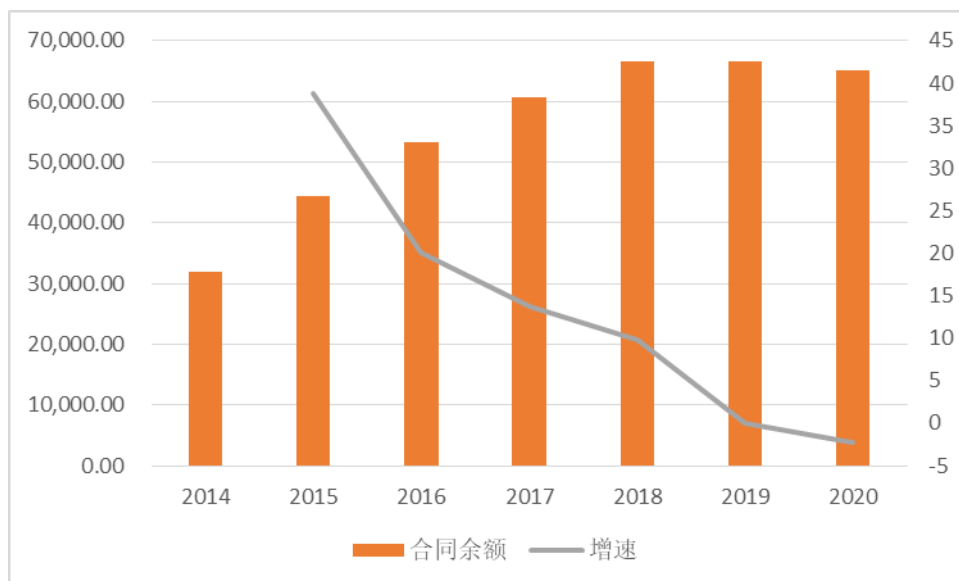
近年来，我国融资租赁行业处于爆发式增长阶段，市场参与者和业务规模逐年扩大。2020年6月，银保监会下发了《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”），《暂行办法》明确了融资租赁公司业务范围和融资渠道；调整及细化了一系列监管指标的阈值并要求租赁公司建立资产质量分类、准备金和关联交易等制度。《暂行办法》还要求地方金融监管部门对辖内存量融资租赁公司进行分类梳理，并可根据实际情况调整相应监管指标。

目前，我国融资租赁公司业务以售后回租为主，具有较为明显的类信贷特点，各类融资租赁公司之间竞争较为激烈。租赁公司投放资产的行业分布较为广泛，客户集中度普遍较高，不利于风险的分散。资金融通方面，我国融资租赁公司的资金主要来源于银行借款，但因金融租赁公司是持牌金融机构，其融资渠道更为广泛。随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司逐步通过发行债券、资产证券化产品在资本市场进行直接融资。融资租赁公司的融资成本因信用资质的不同分化较为明显。

融资租赁行业在发达国家是与“银行信贷”、“资本市场”并驾齐驱的三大金融工具之一，在国家经济和金融体系发展中扮演着重要的角色。我国现代租赁业始于二十世纪八十年代初，主要为进口先进设备及技术提供资金。由于行业及监管结构重整，租赁业于九十年代经历了一段停滞时期。顺应中国加入世界贸易组织的开放承诺，随着中国政府多项法律及法规政策的颁布，2004年以来，我国融资租赁行业开始步入发展正轨，并于2009年起进入快速发展阶段。2015年以来，随着国家各项扶持、鼓励融资租赁行业发展政策的出台，融资租赁行业进一步呈现爆发式增长。

近年来，在产业升级、城镇化进程的积极推进下，公共基础设施、医疗教育和交通运输等投资需求旺盛，我国租赁行业经历高速增长，2010年至2017年7年间，融资租赁合同余额年复合增速达到36.18%。但2018年以来，受行业监管体制和会计准则即将发生重大变化等因素影响，融资租赁企业数量、注册资本和租赁合同余额的增速明显减缓。根据中国租赁联盟、联合租赁研发中心和天津滨海融资租赁研究院统计，截至2020年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV公司和收购海外的公司，包括一些地区监管部门列入失联或经营异常名单的企业）总数约为12156家，较上年的12130家增加26家；融资租赁业务合同余额65040亿元，较2019年末的66540.00亿元减少约1500亿元，比上年下降2.3%，这是我国租赁业再度复兴后的首次负增长。

图表 3. 全国融资租赁业合同余额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：WIND，中国租赁联盟，新世纪评级整理

融资租赁有融资和融物相结合的特点。经过近年来的快速发展，我国融资租赁行业已经取得了较大的发展成就，行业参与主体的数量和市场容量均大幅上升，但相较于我国的总投资额而言，租赁业务的体量仍处于较低水平。与发达国家相比，国内融资租赁行业的发展仍处在初级阶段，这突出体现在两个方面，一个方面是市场渗透率较低，另一方面是业务层次不高。根据世界租赁报告的统计，截至 2019 年末，绝大部分发达国家融资租赁渗透率均超过 10%，美国长期维持在 20% 以上。然而，截至 2019 年底，我国融资租赁渗透率为 7.80%，与发达国家 15%-30% 的租赁渗透率相比，仍有较大的发展空间。

相较于银行、证券、保险等传统金融机构，融资租赁行业监管体系建设相对滞后，可以分为多头监管和统一监管两个阶段。在 2018 年 4 月之前，我国租赁行业的监管呈现出“一个市场、两套监管体系、三种企业准入标准”的特征，其中银保监会<sup>1</sup>负责金融租赁公司监管；商务部负责内资试点融资租赁公司（以下简称“内资租赁公司”）和外商投资融资租赁公司（以下简称“外商租赁公司”）的管理。两大监管体系的监管思路和监管措施呈现出明显的差异。金融租赁公司的监管主要依据是《金融租赁公司管理办法》，对内资和外资融资租赁的监管的法律依据主要是商务部 2013 年 9 月 18 日发布的《融资租赁企业监督管理办法》（商流通发[2013]337 号）。相较银监会监管系统而言，商务部对各类融资租赁公司的监管相对宽松，且随着“简政放权”的推进，相关审批流程不断简化，准入标准相应下降。

为了有效防范和化解融资租赁行业风险隐患，减少监管套利空间，2018 年 5 月，商务部发布《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》（商办流通函[2018]165 号），将制定融资租赁公司经营和监管规则的职责划归银保监会。至此，融资租赁公司统一归口监管，但基于监管效率和成本上的考虑，除金融租赁公司继续直接由中央金融管理部门或其派出机构监管外，外商租赁公司和内资租赁公司将由地方金融监管部门实施监管。

<sup>1</sup>原银监会



为落实监管责任，规范监督管理，引导融资租赁公司合规经营，促进融资租赁行业规范发展，2020年6月，银保监会下发《暂行办法》，对融资租赁公司的业务开展范围、制度完善和监管指标制定了相应的监管要求。在业务开展方面，《暂行办法》规定了融资租赁公司的业务范围、租赁物范围、负面清单。其要求融资租赁物需要“权属清晰、真实存在且能够产生收益”，并通过负面清单禁止融资租赁公司开展“发放或受托发放贷款”、“通过网络借贷信息中介机构、私募投资基金融资或转让资产”等业务。在制度完善方面，《暂行办法》明确了对关联交易、资产质量分类和准备金等方面的建制要求。

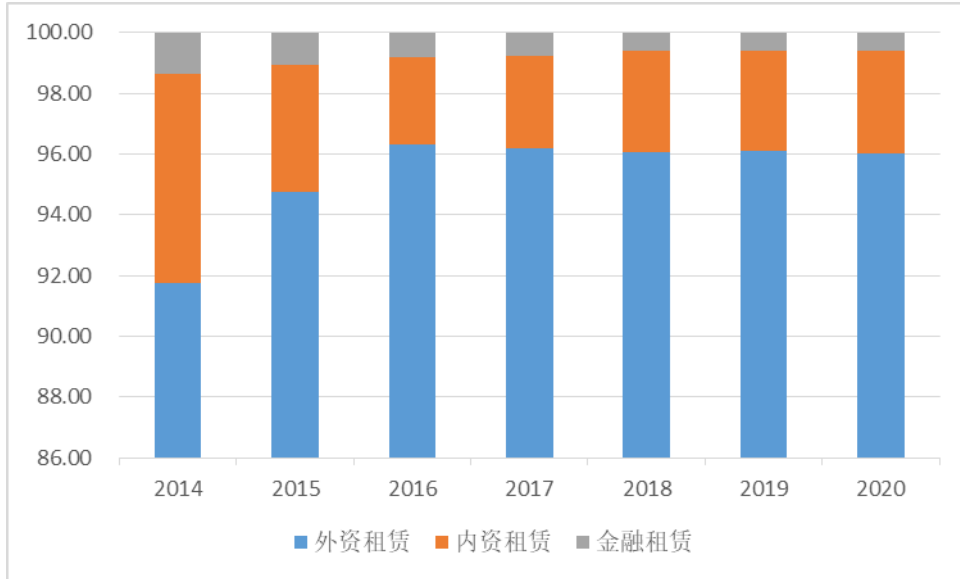
在监管指标方面，《暂行办法》细化了对租赁资产比重、杠杆倍数、固定收益类证券投资和集中度管理的指标要求。杠杆方面，《暂行办法》要求“融资租赁公司的风险资产总额不得超过净资产的8倍”，杠杆水平较高的融资租赁公司将面临资本补充或压缩业务规模的压力。集中度方面，《暂行办法》要求“融资租赁公司对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的30%”；“对单一集团的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的50%”；“对一个关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的30%”受资本实力和业务渠道的限制，融资租赁公司较易就对单一承租人投放较大规模资金，在明确单一客户、集团客户融资集中度后，部分融资租赁公司将面临业务整改或者资本补充压力。同时，融资租赁公司普遍存在拨备覆盖率相对较低的情况，未来需要加大准备金计提力度，加强抗风险能力，但是可能会在短期内影响盈利能力。此外，电力及装备制造类企业下属的租赁公司主要从事集团内租赁业务，关联交易集中度较高，可能面临一定的业务整改压力。考虑到地方监管部门可以“视监管实际情况，对租赁物范围、特定行业的集中度和关联度要求进行适当调整，并报银保监会备案”，不排除省级人民政府在制定细则时，将对特定行业集中度和关联度进行调整。

《暂行办法》还要求地方金融监管部门对存量的融资租赁公司进行分类清理及处置。《暂行办法》要求地方金融监管部门按照经营风险、违法违规情形将辖内融资租赁公司划分为正常经营、非正常经营和违法违规经营等三类，并提出分类处置意见。

整体来看，此次《暂行办法》落地将对融资租赁公司的业务、盈利等方面产生较大影响。同时，由于集中度和杠杆水平等方面的要求，部分融资租赁公司将面临较大的业务整改和资本补充压力。

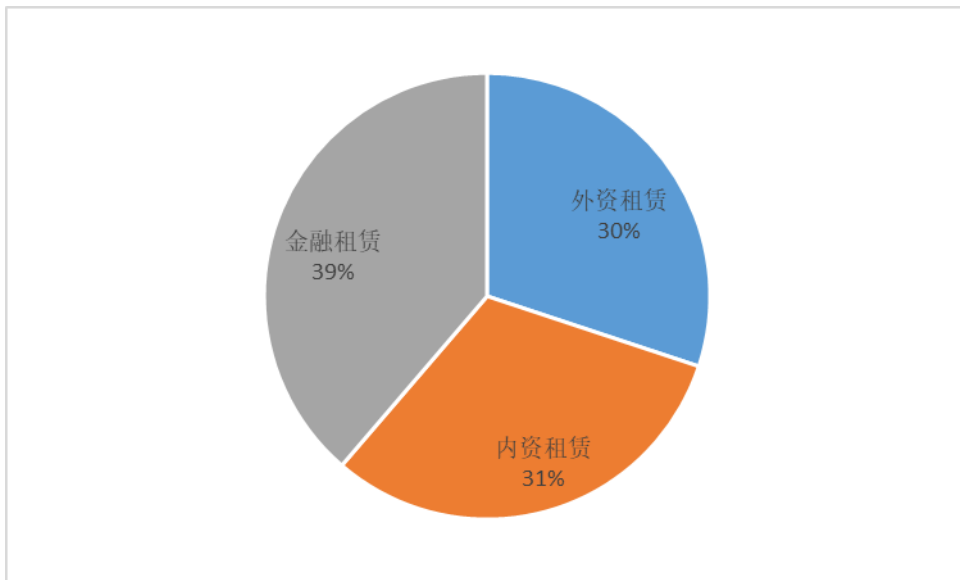
由于设立门槛与监管要求存在一定差异，目前各类租赁公司发展存在一定的不均衡性。其中，金融租赁公司数量较少，且由于审批较严，增速相对较慢。内资租赁公司增速较为平稳，2017年以来，随着相关审批权限的下放，数量增幅较为明显。外商租赁公司由于设立门槛相对较低，数量占比最高，发展速度最快；但部分企业也存在无实际开展业务、违法经营等问题。截至2020年末，金融租赁公司、内资租赁公司和外商租赁公司数量占比分别为0.58%、3.41%和96.01%。然而在实际业务量方面，金融租赁公司业务规模占比却最高，外商租赁公司的业务规模占比并未因公司数量的大幅增长而提升。以租赁合同余额为例，截至2020年3月末，金融租赁、内资租赁和外商租赁三类租赁公司租赁合同余额占比分别为38.70%、31.22%和30.09%。整体来看，租赁公司竞争格局呈现出金融租赁公司数量少但业务体量较大、外商租赁公司数量和业务量占比明显不匹配的特点。

图表 4. 三类融资租赁公司家数占比（单位：%）



资料来源：WIND，中国租赁联盟，新世纪评级整理

图表 5. 2020 年末三类融资租赁合同余额占比（单位：%）

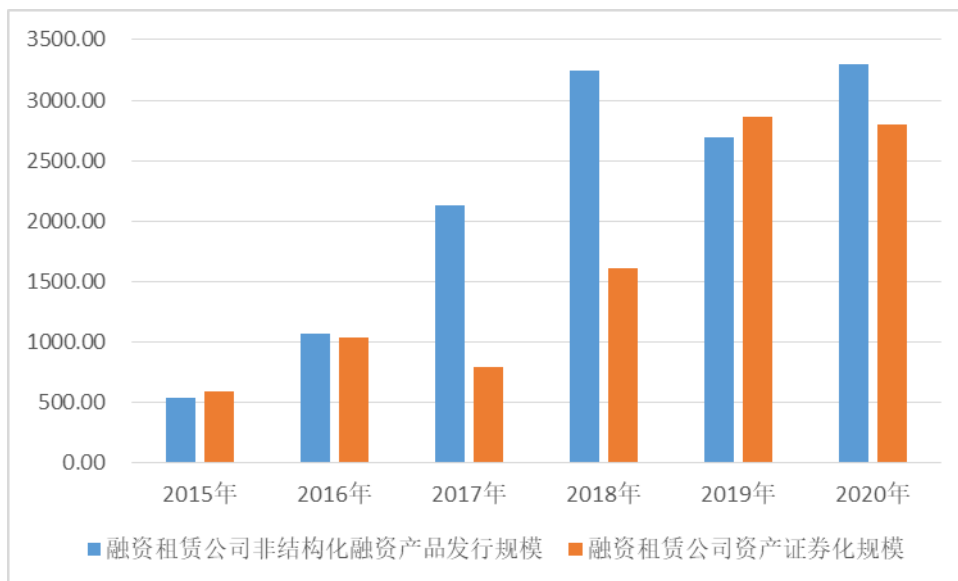


资料来源：WIND，中国租赁联盟，新世纪评级整理

目前，国内融资租赁公司主要从事融资租赁业务。业务模式以售后回租为主，“类贷款”特征明显。为实现利润最大化，经营贷款或“类贷款”业务的公司普遍有做大规模、下沉客户层级、加大期限错配程度的冲动。此外，由于行业监管相对宽松，产能过剩行业、融资平台公司等融资受限的主体转向融资租赁公司融资。由于类信贷业务主要是向承租人提供资金，最主要的竞争力为利率水平，我国各类背景的融资租赁公司业务差异化程度相对较低，且融资租赁公司多为全国范围内展业，竞争较为激烈。业务投放方面，融资租赁业务投放领域较为广泛，包括交通运输、仓储和邮政业、能源行业、基础设施及不动产行业、通用机械设备行业、工业装备行业、医疗制药行业和建筑工程行业等等，不同行业收益率差异较大。此外，由于大部分租赁公司人员相对精简，杠杆水平相对较高，融资租赁公司客户集中度相对较高，不利于风险的分散。

国内融资租赁公司的资金主要来源于银行贷款等传统融资方式。各类融资租赁公司因资源禀赋不同，融资渠道存在一定差异。金融租赁公司因持有金融牌照，根据《金融租赁公司管理办法》，进行同业拆借等业务，且由于金融租赁公司信用资质普遍强于商业租赁公司，其融资渠道较一般商业租赁公司更为广泛。直接融资方面，随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司的融资渠道逐步多元化：2009年8月，中国人民银行和银监会共同发布公告，允许合格的金融租赁公司在银行间债券市场发行金融债券；而其他融资租赁公司纷纷通过公开发行股份并上市、国内发行债券、赴香港发行人民币点心债、发行资产管理计划、进行境外借款以及与信托公司合作等多种方式获取资金，支持业务高速发展。其中，2014年以来，随着国内债券市场的高速发展，直接融资渠道已成为融资租赁公司重要的融资方式。据 Wind 统计，2018-2020 年国内融资租赁公司(含金融租赁公司)债券发行规模<sup>2</sup>分别为 3246.40 亿元、2653.80 亿元和 3298.55 亿元(其中金融租赁公司债券发行规模分别为 903.00 亿元、648.00 亿元和 768.00 亿元)。此外，以租赁租金为基础资产的资产证券化产品规模亦呈现井喷状态，2018-2020 年，发行规模分别为 1603.81 亿元、2874.62 亿元和 2798.02 亿元。随着融资渠道的扩宽，融资租赁公司负债管理工具进一步丰富。但是也需要关注到，近年来，在我国金融供给侧改革逐步推进的背景下，类金融行业面临的监管环境正在逐步收紧，未来，融资租赁公司面临的流动性管理难度或将进一步加大。

**图表 6. 融资租赁公司非资产证券化与资产证券化证券发行规模（单位：亿元）**



资料来源：WIND，新世纪评级整理

融资成本方面，由于大部分金融租赁公司股东背景较强，注册资本和业务规模相对较大，信用资质相对较好，融资成本低于商业租赁公司。对于非持牌的商业租赁公司，根据股东背景、资本金规模、业务体量、业务投向、风控能力和盈利状况等因素，融资成本会有较为显著的差异。

## B. 铝加工行业环境

<sup>2</sup>不含资产证券化产品

近年来受宏观经济下行、下游需求低迷等影响，铝加工行业需求和产量出现下滑，铝价震荡下行，加之原材料价格高位运行，行业内企业经营效益显著下滑并出现较大面积亏损，未来仍将持续面临产能过剩、铝价下跌和成本控制压力。中长期来看，因铝及铝合金的良好特性，应用前景仍十分广阔。

我国铝加工产业主要集中于竞争激烈的中低端领域；仍主要依赖进口的高附加值高端铝材产品是未来发展和转型方向。行业内拥有相对完整产业链的企业在铝价波动和行业竞争中的优势较为明显。

### a) 行业概况

在全球最重要的六种金属中，铝是仅次于钢铁的第二大金属消费材料，在国民经济中占据非常重要的地位；并且，中国是目前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，根据国际铝业协会公布的数据显示，2019年全球原铝产量达到6369.7万吨，其中中国产量3504.36万吨，占比达到55.02%，超过全球其他地区所有年产量的总和。

电解铝产业链主要由铝土矿开采—氧化铝生产—电解铝生产—铝材加工四个环节组成。上游矿业公司开采铝土矿，并由氧化铝企业将其制成氧化铝，再由电解铝企业将其制成铝锭，并被下游铝加工企业制成各类加工品。铝具有良好的导电性、导热能力，重量轻和耐腐蚀是铝的两大突出特点；而铝合金更具有高强度、塑性好、高韧性、易焊接等特点；同时，铝可回收循环利用。在应用领域方面，因铝及铝合金的良好特性，随着全球技术的发展，铝及铝合金已可以在部分领域取代木材、钢铁、塑料等多种材料，广泛应用于建筑、房地产、电力、交通运输、机械设备、汽车制造、包装等多个领域，并且近年来应用领域还在不断增加，未来应用前景仍十分广阔。尤其是在汽车、航空等交通领域，轻量化趋势日益明显，未来有望持续拉动用铝需求增长。

从消费结构看，目前国内铝需求量最大的行业包括建筑、电子电力和交通运输，据安泰科统计，2017年铝消费中上述三大领域占比分别为32.1%、15.2%和12.4%；铝材出口、耐用消费品和包装容器占比分别约为11.0%、11.3%和8.3%，近年来变化不大。

受宏观经济增速继续放缓、房地产竣工及汽车销量下降等导致下游消费需求低迷影响，2018年我国国内铝材需求量为4692.4万吨，同比下滑13.88%；而当年出口量为523万吨，同比增长23.61%，增速同比提升19.48个百分点，主要受益于因美国对俄罗斯铝生产商俄铝<sup>3</sup>的制裁刺激了对中国铝的需求。2019年我国国内铝材需求量为4772.7万吨，同比小幅增长1.48%，当年出口量为515万吨，同比小幅下滑1.53%，总体保持相对稳定。

图表 7. 2014 年以来铝行业下游需求变化情况（单位：万吨）

年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
产量	4845.8	5236.1	5796.1	5832.4	5175.7	5252.2
需求量	4529.8	4864.7	5428.8	5448.9	4692.4	4772.7
进口量	49.8	47.1	39.0	39.6	39.7	35.5

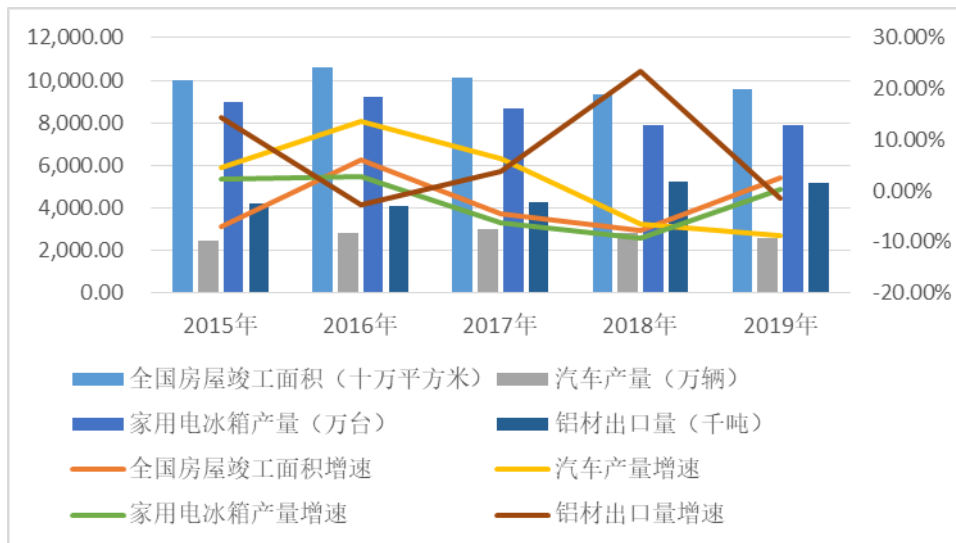
<sup>3</sup>俄铝是全球第二大铝生产商，占全球铝供应量的6%。2019年1月28日，美国财政部当地时间周日宣布，解除对俄铝的制裁。

年份	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
出口量	365.8	418.5	406.3	423.1	523.0	515.0

资料来源：国家统计局、中国海关等

下游房地产消费领域，随着房地产调控步入“限购、限贷、限价、限售、限商”的“五限时代”，房地产及建筑行业增速未来仍不容乐观；汽车消费领域，2018年以来需求持续负增长且近期受新冠疫情冲击明显；家电消费领域，受宏观经济影响和房地产市场低迷等影响，近年来家用电冰箱等的国内市场低迷已经常态化。而铝材出口方面，未来短期或也将承压。一方面近年来受到国际贸易摩擦的不利影响，作为我国第一大铝材出口目的地的美国<sup>4</sup>，2017年以来不断进行铝产品的“双反”调查：铝箔方面，2017年8月和10月，美国商务部先后公布对进口中国铝箔（厚度小于0.2mm）做出反补贴和反倾销初裁，合计临时征收的“双反”税率范围在113.37%-243.21%，并于2018年2月作出终裁，对进口中国铝箔征48.64%-106.09%的畸高反倾销税率和17.16%-80.97%的高额反补贴税率；铝板方面，2017年11月，美国对进口自中国的铝合金板带材发起了“双反”调查，涉及产品为厚度在0.2mm至6.3mm之间的1、3、5系铝合金（罐料除外），2018年12月10日，美国商务部最终裁定从中国进口的通用铝合金板产品损害了美国生产商的利益，对中国通用铝合金板征收96.3%-176.2%的反倾销和反补贴税。此外，2018年3月，美国总统特朗普签署了关税决定，对所有进口铝产品征收10%的关税；并且，自2019年5月10日起，对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。未来欧盟、印度等方面也存在跟随美国启动双反的可能。另一方面，IMF在2020年4月发布预测报告，2020年全球经济增速为-3%，而2019年为2.3%，并且这是以“假设疫情在2020年下半年逐渐消退，全球范围内采取的政策措施可有效防止广泛的财务压力”为前提；如果疫情在今年下半年没有明显消退，导致更长的扩散期，恶化的财务状况以及全球供应链的进一步崩溃，或将使得全球经济增速进一步下滑至-8%，从而对我国铝材出口产生冲击。

图表 8. 2015 年以来铝行业下游需求变化情况

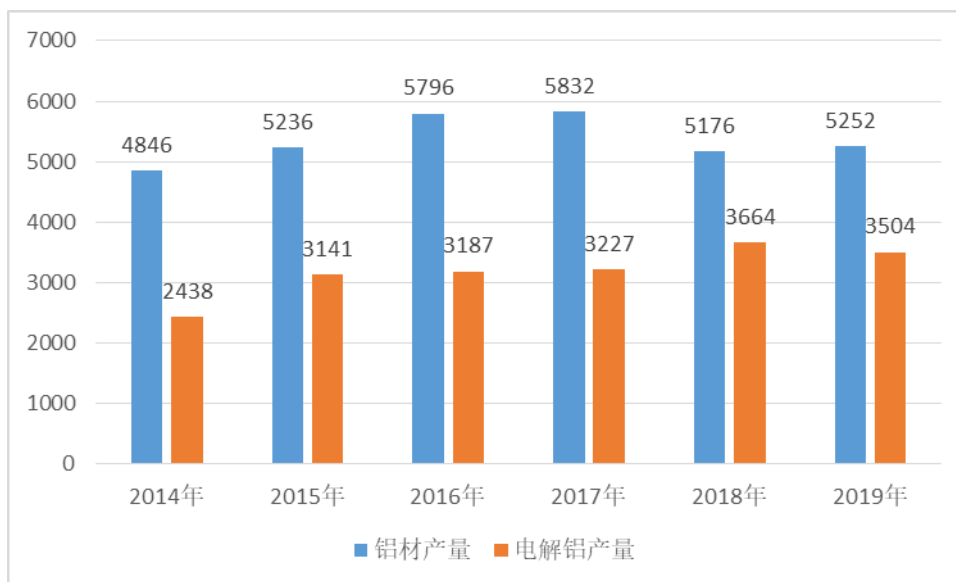


资料来源：wind

<sup>4</sup>据大有期货援引海关总署数据，2017年，中国铝型材、铝板带片、铝箔及铝管出口至美国的量为67.2万吨，占总出口量的16%；其中，出口美国的铝箔量为14.85万吨，占铝箔出口量的12.79%。

供给方面，2016 年下半年以来国家持续推进供给侧改革，电解铝产能得到控制，2016-2019 年末的总产能分别为 4243.70 万吨、4356.80 万吨、3986.30 万吨和 4100.50 万吨，在产产能分别为 3619.20 万吨、3599.20 万吨、3642.50 万吨和 3664.50 万吨。预计未来国家仍将严控新增电解铝产能，抑制产能过剩，推动铝行业从高产量向高质量发展；但中短期内，削减产能的空间不大。

图表 9. 2014 年以来我国铝材和电解铝产量情况（单位：万吨）

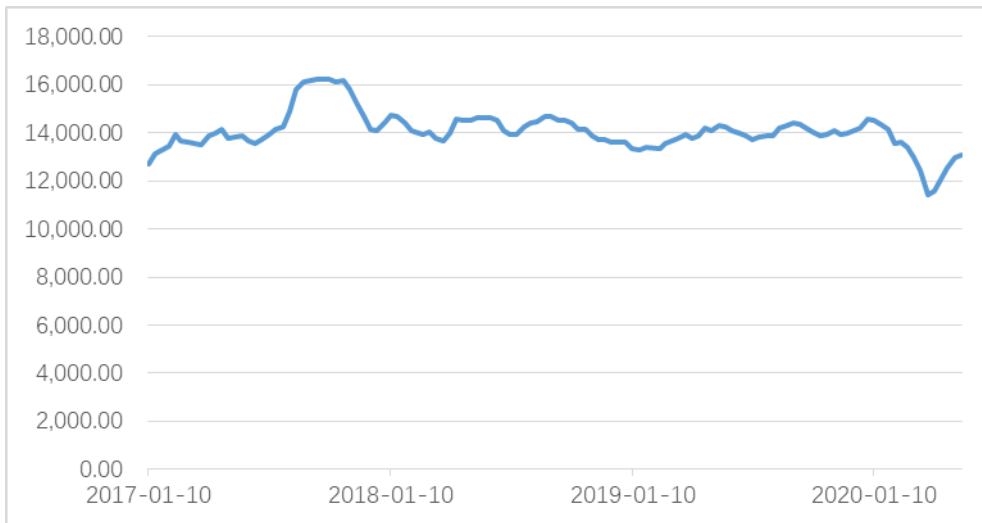


资料来源：中国产业信息网

受宏观经济下行以及下游消费需求低迷等因素影响，2018 年以来国内电解铝价格整体震荡下行，2018-2019 年国内电解铝现货均价分别为 14262 元/吨和 13960 元/吨，分别同比下降 1.8%和 2.1%，2020 年以来受疫情冲击，国内电解铝价格进一步显著下滑至 3 月底的最低值 11398 元/吨附近。随着国内疫情逐渐得到有效控制，4 月以来随着国内企业陆续复工复产，铝价目前已快速回升至 13000 元/吨附近。中短期而言，在国内电解铝需求增长乏力、对美贸易出口受“双反”和关税壁垒影响，加之供给端产能产量逐步回升的背景下，尤其是在当前全球疫情仍未得到有效控制的情况下，铝行业仍将面临供给过剩局面，铝价下行压力仍较大。

近年来铝土矿价格和煤炭价格维持高位运行，加之节能减排成本上升等影响，电解铝综合生产成本同比大幅提升，2018 年国内电解铝行业加权平均成本为 14422.80 元/吨，平均亏损 160.8 元/吨，当年国内亏损产能达 1847.3 万吨，占比 50.50%，按亏损企业个数计，亏损占比 78.67%。2018 年，铝行业实现利润 372 亿元，同比下降 40%。2019 年受益于合规电解铝产能释放不及预期，以及自然灾害、安全事故等偶发事件引起减产，供需矛盾缓解，电力、氧化铝、炭阳极等主要生产成本下降，当年规上铝企业实现利润 401 亿元，同比增长 3.1%。

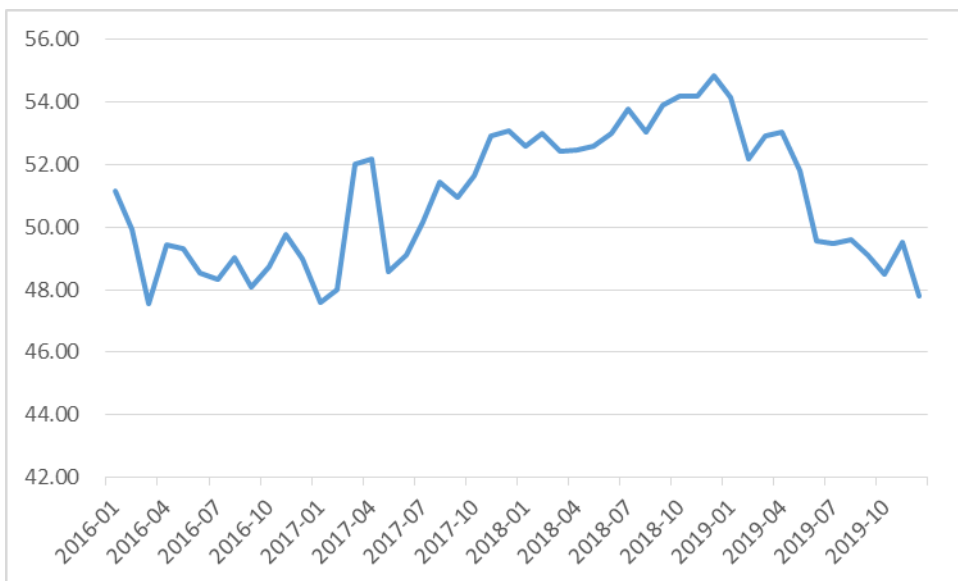
图表 10. 近年来全国原铝价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind

在主要原材料保障方面，根据美国地质调查局数据，全球铝土矿储备量约 283 亿吨，而我国铝土矿储量仅占全球储量的 3% 左右，且以中低品位矿石为主，氧化铝企业生产所需的铝土矿超过 60% 来自进口，2017-2019 年我国铝土矿进口量分别为 6849.04 万吨、8262.37 万吨和 10066.39 万吨，进口量持续较快增长；受国外如马来西亚<sup>5</sup>等对铝土矿出口的限制影响，近年来我国铝土矿的进口来源有较大变化，2018 年以来我国铝土矿主要进口自几内亚、澳洲和印尼，2019 年的进口量分别为 4444.53 万吨、3604.13 万吨和 1441.12 万吨，占比分别为 44.15%、35.80% 和 14.32%。铝土矿价格方面，2017 年受高铝价影响，铝土矿进口单价整体呈现缓慢震荡上行态势，从年初的 48 美元/吨附近上升至年末的 53 美元/吨附近，价格上涨 11-12%；2018 年，铝土矿价格维持在高位运行，维持在 53 美元/吨附近的高位运行；但 2019 年以来，因海外铝土矿供应过剩，价格呈现不断下降趋势，从年初的 54 美元/吨附近下降至年底的 47 美元/附近。

图表 11. 近年来进口铝土矿价格走势（单位：美元/吨）

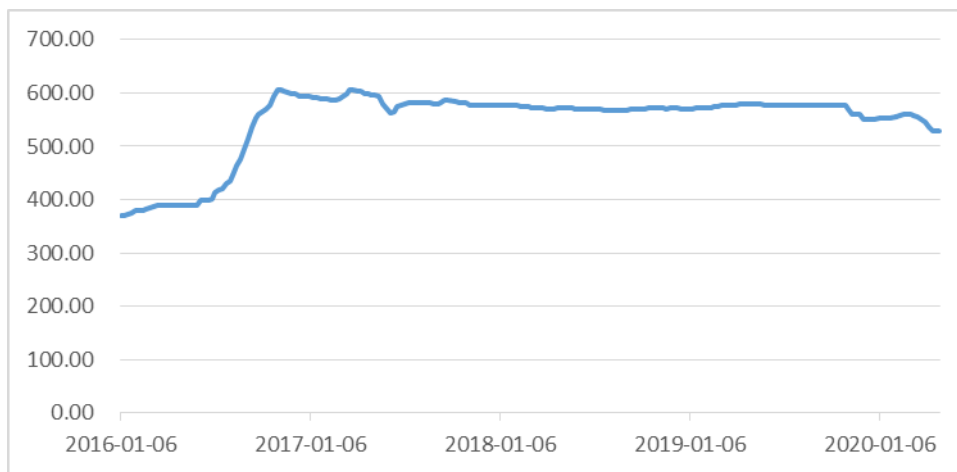


资料来源：wind

<sup>5</sup> 2016 年 1 月 15 日，马来西亚实施禁令，禁止所有的铝土矿开采活动并冻结新的出口许可。

铝行业属于高耗能行业，能源成本占氧化铝生产成本的 30% 以上，占电解铝生产成本的 40%~60% 左右，电力的消耗和电价的差异是影响电解铝行业成本控制和盈利能力的关键性因素。较高的用电成本挤压了国内电解铝冶炼企业盈利空间。2017 年以来，因国家对煤炭行业持续大力推进供给侧改革和去产能，环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数总体一直在 570 元/吨附近高位运行，但自 2019 年 11 月开始环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数开始不断下降至 550 元/吨附近，主要受需求下降和进口煤增加等影响；2020 年 4 月更是进一步下跌至 530 元/吨附近，主要受煤炭行业陆续复工复产导致供给增加而下游需求并未大幅好转所致。2018 年就已提前两年完成“十三五”去产能目标，在去产能力度预计将大幅减弱，宏观经济下行压力和疫情冲击下的下游需求或将进一步低迷的背景下，未来煤炭价格或将进一步低迷或有所下降。

图表 12. 近年来我国环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数变化（元/吨）



资料来源：wind

### b) 政策环境

近几年来，多部门颁布相关政策对铝及电解铝行业进行供给侧改革和产能去化，同时优化行业产能结构和技术水平，引导行业良性发展。从产能方面来看，2017 年发改委等四部门发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》，656 号文件促使我国电解铝行业走上有序规范的发展之路、2018 年工信部发布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》，通知指出将对相关电解铝建设项目进行产能转换，预计 2019 年不会出现新增产能置换指标。从环保方面来看，2018 年《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、《中华人民共和国土壤污染防治法》等将会对行业产生巨大影响，届时电解铝企业将在优化成本要素和改善技术水平方面做出必要的提升。

图表 13. 2017 年以来我国铝行业供给侧改革主要相关政策情况

时间	发布部门	发布文件	主要内容
2017 年初	环保部	无	环保部从全国抽调 5600 名环境执法人员，将对京津冀及周边传输通道“2+26”城市开展为期一年的大气污染防治强化督查：相关地方各级政府及有关部门落实大气污染防治任务情况，固定污染源环保设施运行及达标排放情况，“高架源”自动监测设施安装、联网及运行情况，“散乱污”企业排查、取缔情况，错峰生产企业停产、限产措施执行情况，涉挥发性有机污染物企业治理设施安装运行情况等。
2017.3	环保部	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案的通知》	2017 年对“2+26”城市实施冬季清洁取暖重点工程



时间	发布部门	发布文件	主要内容
2017.4	国家发改 委、工信部、 国土资源部 和环保部	《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》	用6个月时间，通过企业自查、地方核查、专项抽查、督促整改4个阶段，全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作
2017.7	山东发改委	《山东省2017年煤炭消费减量替代工作行动方案》	魏桥创业集团违规建成电解铝项目5个，违规产能268万吨；信发集团违规产能53万吨。对以上违规电解铝项目，由滨州、聊城市人民政府负责于7月底前关停，同时分别停运相应规模煤电机组（不含已纳入2017年及以前年度淘汰关停机组）。
2017.11	工信部、环 保部	《“2+26”城市部分工业行业2017—2018年秋冬季开展错峰生产》	有色化工行业采暖季电解铝厂限产30%以上，以停产电解槽的数量计；氧化铝企业限产30%，以生产线计
2018.1	工信部	《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》	置换产能指标必须在2018年底前完成置换，预期无效。
2018.9	生态环境部	《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市设计电解铝运行产能约1240万吨/年，压产30%相当于压产372万吨；氧化铝运行产能约2510万吨/年，压产30%相当于压产753万吨。

资料来源：根据公开资料整理

另外，在电解铝企业的自备电厂方面，2017年5月，国家发改委、能源局下发《关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知》，并会同工信部、财政部、[环保部](#)等赴新疆、山东、内蒙古、江苏、广西和甘肃六省对自备电厂的基本情况进行督查，并在7月25日的政策宣讲会上表示将全面清理自备电厂欠缴的政府性基金及附加。未来仍需关注上述政策能否实施及电解铝企业用电成本和经营业绩的实际影响。

### c) 竞争格局/态势

我国铝业整体竞争能力不强，目前中国在产的铝型材厂家以年产1万吨以下的为主，产品集中于低端产品，导致铝型材加工的产业集中度仍显偏低，价格恶性竞争现象比较突出；而高附加值的高端铝加工产品仍需要大量依赖进口，且因铝的良好特性，随着我国经济转型的不断深化，如航空、高铁、汽车等高端制造业对中高端铝型材产品的应用越来越广泛，这也是国内主要铝深加工企业近年来的主要发展和转型方向。

在铝行业下游深加工领域，企业数量较多，竞争亦较为激烈，据不完全统计，截至2014年末我国具有一定规模的生产加工铝材企业近800家；但目前规模大、实力强和有影响力的上市铝加工企业主要有20多家，而其中铝加工产品年产量超过40万吨的企业主要有中国铝业集团有限公司（简称“中铝集团”）、山东南山铝业股份有限公司（简称“南山铝业”）、中国忠旺控股有限公司（简称“中国忠旺”）、河南明泰铝业股份有限公司（简称“明泰铝业”）、云南铝业股份有限公司（简称“云铝股份”）、江苏鼎胜新能源材料股份有限公司（简称“鼎胜新材”）、中国宏桥集团有限公司（简称“中国宏桥”）、河南中孚实业股份有限公司（简称“中孚实业”）和兴发铝业控股有限公司（简称“兴发铝业”）等。

图表 14. 2019 年国内主要铝深加工企业铝材产量（单位：万吨）

国内主要铝深加工企业	产量
中铝集团（2018年）	178.46
南山铝业	约110 <sup>6</sup>
中国忠旺（销量）	96.21
明泰铝业	86.33
云铝股份（铝合金及铝加工产品）	67.06

<sup>6</sup> 不包括合金锭和继续转入下一环节生产的热轧卷产品，但包括将直接对外出售的热轧卷产品。

国内主要铝深加工企业	产量
鼎胜新材	65.05
中孚实业	23.93
中国宏桥	63.00
兴发铝业（销量）	60.97

资料来源：根据上市公司公开资料整理

## 2. 业务运营

自成立以来，通过新设子公司和整合集团内资源的方式，中铝资本的业务逐步拓展至融资租赁、商业保理、基金投资和风险管理等领域。公司早期融资租赁和商业保理业务集团内企业客户占比较高，近年来市场化业务占比逐步增长，客户绝大多数为央企或国有企业。市场化业务的拓展，对公司风控管理能力提出更高要求。公司基金投资涉及债权类和股权类基金业务，目前存续债权类基金业务模式以发放委托贷款为主，规模相对较大；股权类业务仍处于项目储备阶段，落地项目规模较小。公司风险管理业务主要为保险经纪和期货业务，保险经纪业务为中铝集团商业保险的集中管理平台，实现了集团下属企业的业务全覆盖；期货业务仍在与集团整合的过程中，主要方向为集团的大宗商品金融及套期保值平台。

作为中铝集团的投资载体，中铝资本致力于为中铝集团提供产业链金融、风险管理、资本运作和国际化服务。通过新设子公司以及整合集团内资源的方式，公司已初步具备了为集团主业提供金融解决方案和综合服务的能力。公司的核心业务为产业链金融及风险管理，旨在为实体产业提供传统服务，为中铝集团打通资金渠道、提供流动性支持、稳定利润。目前，产业链金融包括融资租赁业务和商业保理业务，风险管理包括期货和保险经纪业务，是公司最主要的收入来源。公司成长业务包括金融股权投资、产业基金及市值管理等，为实体产业提供创新金融解决方案，优化资产结构，打造孵化功能，助力集团产业升级，目前主要包括基金投资业务。公司国际化业务包含国际综合金融服务及国际资本运作在内的国际业务。公司计划择机设立境外金融服务机构，服务集团“走出去”战略。

### (1) 融资租赁业务

融资租赁业务是中铝资本的核心业务之一，主要由中铝融资租赁有限公司（以下简称“中铝租赁”）负责开展。中铝租赁成立于 2015 年，初始注册资本为 8 亿元，其中，中铝资本为其控股股东，持股比例为 75%；中铝海外控股有限公司（以下简称“中铝海外”）持股比例为 25%。2019 年 6 月，中铝资本和中铝海外同比例对中铝租赁进行增资，其注册资本增至 16.00 亿元。截至 2020 年末，中铝租赁注册资本为 16.00 亿元。

中铝租赁成立初期，定位于中国铝业金融产业链的前部端口，围绕成为具有行业特色和核心竞争力的专业化租赁公司的目标，依托中铝公司产业链优势，为集团成员企业提供售后回租和直租服务。中铝租赁自 2017 年开始进行市场化转型，以集团内客户铝产品应用为目标，重点开展铝模板、铝挂车等租赁项目；同时关注公共事业、新能源等优势行业。2019 年以来，中铝租赁集团外业务比重持续上升，承租人主要为央企子公

司和山东、江苏、江西及福建省地市区一级国企，涉及的行业以公用事业为主，部分涉及能源、化工和建筑施工等行业。此外，中铝租赁与集团外融资租赁公司开展合作，为其开展售后回租等业务产生的应收账款提供保理融资服务，对其应收融资租赁款提供有追索权保理，截至 2021 年 3 月末，保理业务余额为 10.58 亿元。截至 2021 年 3 月末，中铝租赁保理业务合作租赁公司共 5 家，均为国有企业。未来，随着中铝租赁市场化业务的拓展，中铝租赁的风险管控难度将有所上升。

中铝租赁前期业务增长主要来自于集团内租赁业务拓展，2017 年以来，团内业务融资需求逐渐下降，而市场化业务的新增投放增长较快。2018-2020 年及 2021 年第一季度，中铝租赁的项目投放金额分别为 16.09 亿元、35.45 亿元、44.28 亿元和 16.13 亿元，期末生息资产余额规模分别为 43.43 亿元、58.63 亿元、74.39 亿元和 78.09 亿元，其中，集团内业务余额占比分别为 75.25%、50.28%、28.00%和 20.96%，呈逐年下降态势。

**图表 15. 中铝租赁业务基本情况（单位：个，亿元）**

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
新签租赁及保理合同数	42	60	46	20
其中：集团内新签合同数	38	24	5	1
保理业务新签合同数	-	16	9	0
融资租赁及保理项目投放金额	16.09	35.45	44.28	16.13
其中：集团内业务新增投放	10.07	7.76	5.36	0.14
保理业务新增投放	-	12.56	8.42	0
期末生息资产余额	43.43	58.63	74.39	78.09
其中：集团内业务生息资产余额	32.68	29.48	20.83	16.37
保理资产余额	-	11.71	12.05	10.58

资料来源：中铝资本

从业务结构看，中铝租赁项目投放方式主要为融资性售后回租，2021 年 3 月末，融资性售后回租项目余额占比为 76.41%。此外，中铝租赁为服务集团内客户铝产品应用，积极拓展经营租赁和直租业务，截至 2021 年 3 月末，中铝租赁经营租赁和直租业务余额占比分别为 2.67%和 7.37%。2019 年以来，中铝租赁开展同业保理业务，截至 2021 年 3 月末，保理业务余额占比为 13.55%。

从行业分布上看，中铝租赁早期业务主要集中在铝及铝加工产业链领域，但随着近年来市场化业务的开展，相关行业集中度有所下降。目前，中铝租赁生息资产的行业分布集中于有色金属（包括铝、铝加工和铜等）、租赁同业和公用事业。其中，租赁同业为中铝租赁形成的保理资产，其余均为租赁资产。截至 2021 年 3 月末，铝加工、铝、租赁同业和公用事业生息资产余额占比分别为 6.90%、7.62%、20.41%和 43.03%，其中，铝加工及铝行业的集中度均较年初进一步下降，公用事业占比明显上升。

**图表 16. 中铝租赁生息资产余额行业分布（单位：亿元，%）**

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铝加工	8.08	18.60	13.15	22.43	5.78	7.77	5.39	6.90
同业	-	-	11.71	19.97	14.76	19.84	15.94	20.41
铝	13.38	30.80	8.83	15.06	8.21	11.04	5.95	7.62

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
公共事业	3.33	7.66	8.16	13.92	28.18	37.88	33.61	43.03
铜	5.59	12.88	6.19	10.56	5.70	7.66	3.72	4.76
能源	-	-	4.73	8.07	-	-	-	-
化工	-	-	2.77	4.72	2.65	3.56	2.33	2.98
电力	2.18	5.02	1.37	2.34	-	-	3.00	3.84
环保	-	-	0.69	1.18	0.93	1.25	1.11	1.42
煤炭	3.06	7.05	0.60	1.02	0.20	0.27	0.20	0.26
铝模板	-	-	0.38	0.65	0.34	0.46	1.45	1.86
投资	-	-	0.01	0.02	-	-	0.01	0.01
飞机制造	0.07	0.16	-	-	0.02	0.03	0.01	0.01
铅锌	0.04	0.09	-	-	-	-	-	-
物流	3.33	7.66	-	-	-	-	-	-
新能源	1.12	2.58	-	-	-	-	-	-
冶金	3.25	7.47	-	-	-	-	-	-
资产管理	0.01	0.02	-	-	0.01	0.01	-	-
工程	-	-	-	-	1.76	2.37	1.50	1.92
装备制造	-	-	-	-	5.66	7.61	3.72	4.76
医药	-	-	-	-	0.19	0.26	0.16	0.20
<b>合计</b>	<b>43.43</b>	<b>100</b>	<b>58.63</b>	<b>100</b>	<b>74.39</b>	<b>100.00</b>	<b>78.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中铝资本

从区域分布上看，成立初期，中铝租赁的租赁资产与铝产业链区域分布较为一致，在西南和西北地区的占比较高。2017 年以来，随市场化业务的开拓，公司东部地区业务占比逐渐提高。截至 2021 年 3 月末，中铝租赁业务规模占比较高的前五大区域分别为江苏、山东、北京、上海和福建，合计占比为 60.04%，较年初有所提升。整体来看，中铝租赁业务西部经济欠发达地区业务仍占一定比重，但该类地区客户主要为中铝集团内客户，信用风险相对可控。公司非同业市场化业务主要分布在江苏、山东、福建及贵州，上述区域占比分别为 23.53%、15.20%、9.13%和 8.58%。

图表 17. 中铝租赁生息资产余额区域分布（单位：亿元，%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
北京	0.01	0.02	9.57	16.32	8.26	11.10	9.35	11.97
云南	6.82	15.71	6.55	11.17	2.52	3.39	0.51	0.65
福建	3.72	8.56	5.96	10.17	6.83	9.18	5.85	7.49
广西	7.79	17.93	5.20	8.87	3.47	4.66	3.47	4.44
山东	3.33	7.66	5.10	8.70	10.71	14.41	9.74	12.47
贵州	4.81	11.08	4.93	8.41	4.21	5.66	5.50	7.04
山西	6.17	14.19	4.38	7.47	2.45	3.31	1.85	2.37
重庆	4.81	11.06	3.80	6.48	2.49	3.35	2.32	2.97
江苏	1.12	2.58	3.23	5.51	15.12	20.32	15.08	19.31

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
江西	-	-	2.83	4.83	3.08	4.14	2.84	3.64
上海	0.07	0.16	2.45	4.19	4.20	5.64	6.87	8.80
湖北	-	-	2.00	3.41	3.70	4.97	3.60	4.61
黑龙江	0.43	1.00	0.99	1.68	0.93	1.25	0.90	1.15
宁夏	3.06	7.05	0.60	1.02	0.20	0.27	0.20	0.26
天津	-	-	0.42	0.72	2.29	3.08	1.31	1.68
河北	-	-	0.38	0.64	1.50	2.02	1.14	1.46
甘肃	-	0.01	0.20	0.34	0.15	0.20	0.10	0.13
四川	0.01	0.01	0.02	0.03	2.28	3.06	1.97	2.52
青海	1.12	2.58	0.01	0.02	-	-	-	-
广东	-	-	0.01	0.02	-	-	-	-
内蒙古	0.16	0.37	-	-	-	-	-	-
河南	0.01	0.01	-	-	-	-	-	-
深圳	-	-	-	-	-	-	-	-
湖南	-	-	-	-	-	-	2.50	3.20
浙江	-	-	-	-	-	-	3.00	3.84
<b>合计</b>	<b>43.43</b>	<b>100</b>	<b>58.63</b>	<b>100</b>	<b>74.39</b>	<b>100.00</b>	<b>78.10</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中铝资本

从客户集中度情况看，中铝租赁的客户集中度较高，2021 年 3 月末，中铝租赁前十大客户占生息资产比重为 39.44%，较上年末有所下降，第一大客户占比为 4.61%，较上年末下降 4.26 个百分点。早期中铝租赁前十大客户以集团内客户为主，但随着市场化业务的发展，集团外大额客户规模快速上升，截至 2021 年 3 月末，中铝租赁前十大客户中集团外客户占比较高，集团外客户共 8 家，均为央企、上市公司或地方国有企业。

图表 18. 2021 年 3 月末，中铝租赁前十大客户情况（单位：亿元，%）

客户名称	生息资产余额	占比	是否为关联方	企业性质	所属行业
中铜华中铜业有限公司	3.60	4.61	是	国有	铜
广西华磊新材料有限公司	3.47	4.44	是	国有	铝加工
中国康富国际租赁股份有限公司	3.37	4.31	否	上市	同业
盐城国新科技实业有限公司、盐城市国有资产投资集团有限公司	3.00	3.84	否	国有	公用事业
中远海运租赁有限公司	3.00	3.84	否	国有	同业
浙江长兴经盛实业有限公司	3.00	3.84	否	国有	公用事业
大唐贵州发电有限公司、大唐贵州发耳发电有限公司	3.00	3.84	否	国有	电力
江苏武进太湖湾旅游发展有限公司	2.87	3.67	否	国有	旅游
即墨国际商贸城开发投资有限公司	2.77	3.54	否	国有	公用事业
南通市海门自来水有限公司	2.73	3.50	否	国有	公用事业
<b>合计</b>	<b>30.80</b>	<b>39.44</b>	-	-	

资料来源：中铝资本

从金额分布上看，中铝租赁单笔项目金额多分布在 5000 亿元-3 亿元区间，单笔金额在 1 亿以上的占一定比重。随市场化业务的开展，单笔金额 1 亿元以下的项目占比有所上升。

**图表 19. 中铝租赁项目资金投放金额分布（单位：个，亿元）**

	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	笔数	金额	笔数	金额	笔数	金额	笔数	金额
1000 万元以下（含）	30	0.33	17	0.20	2	0.11	5	0.49
1000 万（不含）-3000 万（含）	1	0.30	10	1.12	4	0.66	1	0.13
3000 万元（不含）-5000 万元（含）	1	0.50	4	1.95	3	1.34	0	-
5000 万元（不含）-1 亿元（含）	6	5.40	22	19.18	17	16.08	0	-
1 亿元（不含）-3 亿元（含）	5	11.30	7	13.00	15	27.97	12	15.50
3 亿元以上	1	3.50	-	-	0	-	0	-
<b>合计</b>	<b>44</b>	<b>21.34</b>	<b>60</b>	<b>35.45</b>	<b>41</b>	<b>46.15</b>	<b>18</b>	<b>16.13</b>

资料来源：中铝资本

从项目期限分布上看，由于融资租赁的行业属性，中铝租赁项目资金的投放期限较长，项目期限以 3 年以上为主。其中，2019 年，中铝租赁 5 年期以上项目投放规模增长较快，主要系同业保理业务应收账款期限较长以及部分公用事业管网类业务期限较长所致。

**图表 20. 中铝租赁项目资金投放期限分布（单位：个，亿元）**

	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<1 年(不含)	3.43	16.07	-	-	11.75	15.80	9.51	12.18
1-3 年（不含）	7.87	36.88	5.44	15.35	37.48	50.38	46.62	59.70
3-5 年（不含）	10.04	47.05	13.20	37.24	25.16	33.82	21.96	28.12
5 年及以上	-	-	16.81	47.42	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>21.34</b>	<b>100.00</b>	<b>35.45</b>	<b>100.00</b>	<b>74.39</b>	<b>100.00</b>	<b>78.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中铝资本

注：2020 年及 2021 年一季度数据为期末余额期限分布。

从风险管理看，中铝租赁建立了较为健全的风险管理体系，在业务准入方面，公司制定了行业准入和负面清单，规定了准入及禁入的行业类型，禁入行业主要依据行业的不良率及利润率水平指标。公司目前推荐的行业主要为有色金属、公用事业、新能源和高端制造行业。同时，在市场化业务的准入方面，中铝租赁一般要求客户为国有企业或省属央企三级以上公司。在业务审核方面，集团内项目规模在 1 亿元以下，中铝租赁有自主决策权，1 亿元以上的，需上报至中铝资本层面进行决策；所有集团外业务中铝租赁都需上报至中铝资本进行决策。在租后管理方面，对于市场化业务，中铝租赁业务人员每季度会对存续项目进行实地调查，风险管理部门会进行实地抽查。从资产质量上看，截至 2020 年末，中铝租赁尚未发生项目逾期。同期末，中铝租赁无不良类资产。

从资金来源看，中铝租赁目前主要的来源于银行及非银金融机构借款和关联方借款，借款利率一般为基准利率，融资成本较低。此外，中铝租赁积极拓展融资渠道，分别 2018 年 9 月及 2021 年 3 月发行 2 期资产支持化证券，发行规模共计 25.92 亿元，截至 2021 年 3 月末，余额为 10.68 亿元。从项目定价看，中铝租赁对于集团内部客户定价相对较低，项目 IRR 在 5.5% 左右，市场化业务 IRR 一般在 6%-7%。

## (2) 商业保理业务

商业保理业务是中铝资本的主要业务之一，目前，公司主要通过中铝商业保理有限公司（以下简称“中铝保理”）和中铝租赁开展商业保理业务。中铝保理成立于 2016 年，初始注册资本 3.00 亿元，由中铝资本全资成立。2019 年 12 月，中铝保理获得中铝国际贸易集团有限公司（以下简称“中铝国际贸易集团”）和中铝物流集团有限公司（以下简称“中铝物流集团”）增资，增资后注册资本为 4.57 亿元。其中，中铝资本持股 3 亿元，持股比例为 65.62%；中铝国际贸易集团持股 0.79 亿元持股比例为 17.19%；中铝物流集团持股 0.79 亿元，持股比例为 17.19%。

中铝保理成立之初以中铝集团产业链上下游企业为服务对象，以应收应付账款保理融资为金融服务手段，配合中铝公司各业务板块的发展目标。2019 年以来，中铝保理积极探索开展集团外业务，集团外业务的主要方向为与央企合作的应收工程款保理业务、对外部租赁公司的应收租赁款保理业务和与电信运营商合作开展的消费分期保理业务。截至 2021 年 3 月末，中铝保理集团外业务规模为 18.38 亿元，占期末保理资产余额的 60.36%。

近年来，中铝保理新增投放规模有所上升，2018-2020 年及 2021 年第一季度，中铝保理项目投放金额分别为 41.87 亿元、38.83 亿元、39.22 亿元和 12.47 亿元，期末保理资产余额分别为 15.13 亿元、13.27 亿元、28.12 亿元和 30.45 亿元。从业务结构上看，中铝保理的保理业务模式主要包括：有追索权的应收账款业务、无追索权的应收账款业务和应付账款保理业务<sup>7</sup>。截至 2021 年 3 月末，有追索权的应收账款业务与无追索权的应收保理款余额分别为 19.78 和 10.67 亿元，应付账款业务余额为 2.52 亿元。

图表 21. 中铝保理基本情况（单位：个，亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
新签保理合同数	39	62	69	11
保理项目投放金额	41.87	38.83	39.22	12.47
期末保理资产余额	15.13	13.27	28.12	30.45

资料来源：中铝资本

从期限分布上看，中铝保理投放项目期限较为平均，且近年来，由于应收工程款保理业务周期较长，中铝保理项目投放期限有所拉长，2020 年以来，1 年以上项目占比上年末进一步增加。

图表 22. 2021 年 3 月末，中铝保理投放期限分布情况（单位：个，亿元）

到期日	1-30 天	31-90 天	91-180 天	181-360 天	361-720 天	721 天以上
笔数	5	5	8	5	8	2
金额	1.83	6.5	6.15	3.25	9.05	3.67

资料来源：中铝资本

<sup>7</sup>应付账款保理业务主要围绕集团企业的供应商展开，形式上表现为和供应商开展的无追索权的应收账款，应收账款债务人为集团企业。

从行业分布上看，中铝保理业务领域主要集中在铝加工、工程、金融和外部板块，行业集中度较高。截至 2021 年 3 月末，铝加工、工程和外部板块存量业务占比分别为 26.77%、4.70%、6.57% 和 60.36%，合计 98.39%。其中，外部业务主要为与外部租赁公司的保理业务及工程类业务，相关业务投放规模上升较快。

**图表 23. 中铝保理应收账款行业分布（单位：亿元，%）**

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铝加工	5.46	36.09	4.32	32.58	9.08	32.29	8.15	26.77
工程	2.74	18.08	3.43	25.87	1.43	5.09	1.43	4.70
外部	-	-	2.10	15.84	14.96	53.20	18.38	60.36
稀土	-	-	1.51	11.39	-	-	-	-
氧化铝	0.90	5.95	0.97	7.32	0.58	2.06	0.40	1.31
金融	-	-	0.54	4.07	2	7.11	2.00	6.57
电解铝	0.35	2.31	0.35	2.64	-	-	-	-
资产管理	0.10	0.66	0.04	0.30	-	-	-	-
能源	2.58	17.08	-	-	-	-	-	-
贸易	3.00	19.83	-	-	0.07	0.25	0.09	0.30
<b>合计</b>	<b>15.13</b>	<b>100.00</b>	<b>13.27</b>	<b>100.00</b>	<b>28.12</b>	<b>100.00</b>	<b>30.45</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中铝资本

从区域分布上看，中铝保理存量项目分布在全国多个地区，截至 2021 年 3 月末，中铝保理存量业务占比较高的前三大区域为西南、华北和华南，占比分别为 42.33%、24.33% 和 16.52%。2020 年以来，公司西南地区业务占比较高，主要系当年在西南地区开展的工程保理类项目规模增长所致。

**图表 24. 中铝保理应收账款区域分布（单位：亿元，%）**

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
东北	3.00	19.83	2.50	18.84	3.80	13.51	3.33	10.94
华北	4.37	28.88	7.05	53.13	5.59	19.88	7.41	24.33
西北	-	-	-	-	-	-	1.80	5.91
华南	3.10	20.49	1.90	14.30	5.39	19.17	5.03	16.52
西南	4.66	30.80	1.82	13.72	13.33	47.40	12.89	42.33
<b>合计</b>	<b>15.13</b>	<b>100.00</b>	<b>13.27</b>	<b>100.00</b>	<b>28.12</b>	<b>100.00</b>	<b>30.45</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中铝资本

从客户集中度情况看，中铝保理客户集中度较高，2021 年 3 月末，中铝保理前十大客户保理资产余额占比为 86.34%，第一大客户占比为 19.70%。中铝保理前十大客户集团外客户数量及占比较年初均有所上升，均为央企或国企背景。同期末，前十大客户中集团外客户数量为 6 家，余额占比为 51.19%。



图表 25. 2021 年 3 月末，中铝保理前十大客户情况（单位：亿元，%）

客户名称	余额	占比	是否为关联方
中国五冶集团有限公司	6.00	19.70	否
西南铝业（集团）有限责任公司	4.00	13.14	是
东北轻合金有限责任公司	3.30	10.84	是
中国建筑第七工程局有限公司	3.00	9.85	否
中远海运租赁有限公司	2.19	7.19	否
上海滇晟商贸有限公司	2.00	6.57	是
中国电建集团贵州工程有限公司	1.98	6.50	否
铁融国际融资租赁（天津）有限责任公司	1.52	4.99	否
中铝长城建设有限公司	1.40	4.60	是
西矿（天津）融资租赁有限公司	0.90	2.96	否
<b>合计</b>	<b>26.29</b>	<b>86.34</b>	-

资料来源：中铝资本

风险管理方面，中铝保理与中铝资本实行两级风控制度，集团内项目规模在 5000 万元以下，中铝保理有自主决策权，5000 万元以上，需上报至中铝资本层面进行决策；所有集团外业务中铝保理都需上报至公司进行决策。截至 2020 年末，中铝保理的保理资产尚无欠息或逾期情况，五级分类均为正常类。

从资金来源看，中铝保理目前主要的来源于关联方借款和银行借款，借款利率一般为基准利率。从项目定价上看，目前公司集团内业务项目定价相对较低，综合收益率在 6% 左右；集团外业务综合收益率在 6.5-7.5% 左右。

2018 年以来，中铝租赁以外部融资租赁公司为服务对象，针对其开展售后回租等业务产生的应收账款提供保理融资服务。截至 2021 年 3 月末，中铝租赁保理资产余额为 10.58 亿元，占其期末生息资产余额的 13.55%。中铝租赁的前五大保理客户均为国有融资租赁公司。

图表 26. 2021 年 3 月末，中铝租赁保理业务前五大客户情况（单位：万元，%）

客户名称	余额	企业性质	风险缓释措施
中国康富国际租赁股份有限公司	33,041.94	国有企业	有追康富租赁
华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司	25,145.93	国有企业	有追华宝租赁
国药集团融资租赁有限公司	24,087.08	国有企业	有追国药租赁
同煤漳泽（上海）融资租赁有限责任公司	13,510.74	国有企业	有追同煤租赁
河北省金融租赁有限公司	10,000.00	国有企业	有追河北金租
<b>合计</b>	<b>105,785.70</b>	-	-

资料来源：中铝资本

### (3) 基金业务

中铝资本的基金业务主要由中铝建信投资基金管理（北京）有限公司（以下简称“中铝建信”）和中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司（以下简称“中铝创投”）负责开展。

中铝建信成立于 2013 年，截至 2021 年 3 月末，中铝建信注册资本为 3000.00 万元，股东为中铝资本和建信（北京）投资基金管理有限责任公司（以下简称“建信基金”），其中，公司持股比例为 51%，建信基金为 49%。成立以来，中铝建信依托中铝公司的产业背景和建信基金的金融资源，开展债权类基金业务，为集团内企业开拓融资渠道。成立以来，中铝建信分别于 2017 年 4 月和 2017 年 12 月发行了 2 只债权类基金，发行总规模为 100.95 亿元，截至 2020 年末，存量基金 1 只，认缴规模为 100.01 亿元，实缴规模为 28.80 亿元。该基金投向中铝集团内企业，分层为优先级和劣后级，优先级 LP 交银国信·稳健单一资金信托，收益率为 5.7%；劣后级 LP 为中铝股份，期限为 8 年，管理费为 0.1%。

中铝创投成立于 2017 年，由中铝资本全资成立，截至 2021 年 3 月末，注册资本为 1000.00 万元。中铝创投主要通过私募股权基金投资的方式，服务集团产业生态圈及相关产业促进集团铝产品应用推广。目前，中铝创投旗下设立了 5 只私募股权基金，除中铝智鑫科技股权私募投资基金及外，均处于设立初期，资金尚未实缴到位。

**图表 27. 2021 年 3 月末，中铝创投存量基金业务情况（单位：亿元）**

基金名称	基金管理人	成立时间	认缴	实缴	投向
中铝智鑫科技股权私募投资基金	中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司	2018-04-27	0.505	0.505	江苏蔚然汽车科技有限公司
北京嵘鑫嘉成股权投资中心（有限合伙）	中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司	2019-12-31	2.00	-	投资于新能源与智能电网装备产业、新能源汽车与智能网联汽车产业、高端装备制造、生物医药健康产业、新材料和节能环保产业、新一代信息技术产业等战略性新兴产业
玉环市骏鑫太证股权投资基金合伙企业（有限合伙）	中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司	2019-12-23	1.50	-	投资于工业智能化领域，投资范围包括但不限于新一代信息技术、高端装备制造、节能与新能源、新材料等
扬州仪征明鑫富诚股权投资合伙企业（有限合伙）	中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司	2019-12-23	1.00	-	投资于先进制造及新材料产业为主的新兴产业，包括其上下游及边缘产业
南京创熠悦鑫创业投资合伙企业（有限合伙）	南京柘晖新材料科技发展有限公司（有限合伙）	2019-12-19	1.00	-	投资于新材料领域投资资金不低于 80%，投资于健康医疗、新一代信息技术、高端装备制造、节能与新能源领域不高于 20%
南京柘晖新材料科技发展有限公司（有限合伙）	中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司、北京中泰永合投资管理有限公司	2019-12-13	0.11	0.10	五瓣莲基金

资料来源：中铝资本

#### (4) 风险管理业务

中铝资本的风险管理业务主要包括保险经纪业务和期货经纪业务。中铝保险经纪（北京）股份有限公司（以下简称“中铝保险经纪”）为保险经纪板块的主要载体，云晨期货有限责任公司（以下简称“云晨期货”）为期货板块的主要载体。

中铝保险经纪成立于 2002 年，截至 2021 年 3 月末，注册资本为 5000 万元，中铝资本为其控股股东，持股比例为 94.15%。中铝保险经纪是中铝集团商业保险集中管理平台，依托中铝集团，向有色行业纵深、横向发展。目前，中铝保险经纪业务主要分为两部分，一是保险经纪业务，客户多为集团下属企业，险种包括人身险和财产险，保险经纪业务的主要收入来源于合作保险公司的佣金，除车险及交强险外，一般为保费的 20-30%。2018 年末，中铝保险经纪基本实现了集团下属企业的业务全覆盖。二是产权经纪业务，主要是为企业促成固定资产处置交易，该类业务占比较小，但未来中铝保险经纪将加大对于该类业务的投入，以挖掘业务的增长点。2020 年末，中铝保险经纪净资产总额为 0.85 亿元，总资产总额为 0.99 亿元，营业收入为 0.47 亿元，净利润为 0.27 亿元。

云晨期货成立于 2002 年，为中铝资本的参股公司，截至 2020 年末，云晨期货注册资本为 3.00 亿元，中铝资本持股比例为 40%。基于中铝集团的风险管理和保值需求，2017 年起，中铝资本逐步实现了对云晨期货的管理，并帮助其在北京和上海设立了分支机构。未来，云晨期货将加强与铝、铜等集团内部企业的协同发展，深化现有期货平台的建设，发展大宗商品金融，同时通过其风险管理子公司上海滇晟商贸有限公司规模化开展仓单服务、基差贸易、合作保值业和做市业务，培育新的利润增长点。2020 年末，云晨期货的净资产为 4.25 亿元，总资产为 21.57 亿元，营业收入为 73.13 亿元，净利润为 0.20 亿元。

## 管理

中铝资本实际控制人为中铝集团，公司产权结构清晰，股东背景较好。公司设有股东会、董事会及监事会等议事机构，法人治理架构较完整，法人治理运行状况良好。公司内部组织机构设置较合理，并建立了与自身经营发展相适应的各项制度，形成了较规范的管理体系。

中铝资本成立于 2015 年，由中铝集团全资设立，初始注册资本 20.00 亿元。自成立以来，公司经过多轮增资，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为 41.25 亿元，实缴资本为 41.25 亿元，中铝集团和中铝股份分别持有 85.29% 和 14.71% 的股份。中铝集团为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。截至 2020 年末，中铝资本纳入合并范围的一级子公司共 5 家，主要融资租赁、商业保理、基金管理、期货和保险经纪业务领域。公司主业涉及的主要经营主体及其概况详见附录三。

中铝资本按照《公司法》及《公司章程》等相关法律、法规及规范性文件要求设立了股东会、董事会和监事会。董事会是公司的经营决策机构，成员共 3 人，其中中铝集团提名 2 人，中铝股份提名 1 人，由股东会选举产生。董事任期 3 年，可连选连任。公

司监事会由 3 名监事组成，其中中铝集团提名 1 人，中铝股份提名 1 人，均由股东大会选举产生，另外 1 人为职工代表监事，由公司通过职工大会选举产生。监事任期 3 年，可连选连任。公司董事会下设经营管理层，由总经理、副总经理组成，均为董事会聘任或解聘。近年来，公司高管团队基本稳定。2020 年 4 月，公司董事长蔡安辉因工作调动原因不再担任公司董事长、董事职务，董事长职责暂由党委委员葛小雷代为行使，2020 年 12 月，公司董事会通过决议任命葛小雷为公司董事长、董事，上述人事变动对公司日常经营管理影响有限。

中铝资本根据实际经营构建了由股东会、董事会、监事会、高级管理层、内控管理职能部门、业务部门组成的管理架构，现有计划财务部、投资运营部、金融市场部、信息科技部、法律与风控审计部等 10 个部门，并设立了业务审核委员会，集体审议公司重大业务。整体看，公司内部组织机构设置较为合理，可基本满足现阶段业务发展需要。公司组织结构图见附录二。公司制订的内部管理与控制制度以公司的基本控制制度为基础，涵盖了财务管理、内部审计、风险控制、重大事项决策及授权、人力资源管理整个公司经营管理过程，确保各项工作都有章可循，形成了规范的管理体系。

在风险管理方面，中铝资本制定了《全面风险管理办法》及《重大风险管理实施办法》等相关制度，明确了各部门职能及责任。并对公司风险偏好、风险管理目标和原则、风险管理模式以及风险管理组织架构和工作流程方面做出了详细解释与规定，同时对公司所面临的重大风险识别及应对措施做出详细说明。

在财务管理方面，中铝资本制定了《财务管理办法》，明确了各部门职能及责任。并对公司的资金筹集与管理、成本费用管理、收益分配和预算管理方面做出明确规定。

在子公司的管理方面，对拥有实际控制权的投资企业，中铝资本制定了《业务审核委员会议事规则》、《重大业务审查审批办法》及《新业务、新产品风险评估及审查审批实施细则》明确规定了内部控制管理办法、业务报备管理办法、经营审批权限等管理制度，能够对子公司的经营实施较大影响，可确保公司战略的贯彻落实。

## (1) 关联交易

中铝资本主要交易对手方为中铝集团及其下属子公司，交易涉及公司与中铝集团内企业开展租赁及保理业务形成的应收应付款项和中铝集团及集团内企业对公司的短期及长期借款。2019 年以来，由于公司主动负债能力提升，中铝集团及集团内企业对公司的长短期借款规模明显下降。

**图表 28. 中铝资本涉及关联方交易的债务往来（单位：亿元）**

会计科目	关联方	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期借款	中铝财务有限责任公司	-	-	-
	中铝资产经营管理有限公司	8.00	4.00	4.00
	中铝创新开发投资有限公司	4.70	4.10	2.00
	中铝矿产开发投资有限公司	0.50	-	-
长期借款	中铝集团	21.00	-	-
合计	-	34.20	8.10	6.00

资料来源：中铝资本

**图表 29. 中铝资本涉及关联方交易的主要应收款项（单位：亿元）**

会计科目	关联方	2018 年末	2019 年末	2020 年末
应收账款	中铝集团内关联企业	9.90	2.93	0.01
长期应收款		21.62	17.66	5.85
其他流动资产		0.00	6.47	15.26
一年内到期的非流动资产 <sup>8</sup>		11.97	11.07	15.12

资料来源：中铝资本

**图表 30. 中铝资本涉及关联方交易的主要应付款项（单位：亿元）**

会计科目	关联方	2018 年末	2019 年末	2020 年末
应付账款	中铝集团内关联企业	0.90	0.49	0.40
其他应付款		0.17	0.19	0.01

资料来源：中铝资本

## (2) 公司过往债务履约情况

根据中铝资本 2020 年 12 月 9 日的《企业信用报告》，公司经营正常，无债务违约情况发生。

## 财务

### 1. 公司财务质量

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对中铝资本 2018-2019 年财务报表进行审计均出具了标准无保留意见的审计报告。中信永和会计师事务所（特殊普通合伙）对中铝资本 2020 年财务报表进行审计均出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2020 年末，中铝资本经审计的合并口径资产总额为 139.21 亿元，负债总额为 78.29 亿元，所有者权益为 60.92 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 54.01 亿元）；当年实现营业总收入 5.47 亿元，净利润 3.55 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.00 亿元）。

截至 2021 年 3 月末，中铝资本未经审计的合并口径资产总额为 148.32 亿元，负债总额为 86.35 亿元，所有者权益为 61.96 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 54.83 亿元）；当期实现营业总收入 2.23 亿元，净利润 1.19 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.92 亿元）。

### 2. 公司偿债能力

#### (1) 债务分析

得益于股东增资以及持续的经营积累，中铝资本实力不断增强。近年来，公司资产负债率逐步上升，但维持在合理水平，当前偿债压力较为可控。公司刚性债务主要为超

<sup>8</sup> 一年内到期的非流动资产为一年内到期的应收融资租赁款。

短期融资券、ABS 应付债券、银行借款、信托借款、永续期公司债和关联方借款。近年来，公司短期债务规模呈上升趋势，存在一定资产负债期限错配风险。

得益于股东增资、其他权益工具增长以及持续的经营积累，中铝资本实力不断增强。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司所有者权益分别为 30.13 亿元、63.94 亿元、60.92 亿元和 61.96 亿元。从所有者权益构成看，2020 年末公司实收资本为 41.25 亿元，与年初持平；少数股东权益为 6.90 亿元，较年初上升 5.03%；资本公积较年初减少 0.84 % 至 1.50 亿元；未分配利润为 4.67 亿元，较上年增长 10.55%。2019 年 12 月，公司成功发行永续期公司债 5.00 亿元，同时于北京金融资产交易所设立债权融资计划 5.00 亿元，计入其他权益工具，2019 年末，公司其他权益工具余额为 9.98 亿元。2020 年末，公司其他权益工具较年初下降 49.98 %，主要系北京金交所债权计划提前赎回所致。

随着业务的扩张，中铝资本负债规模呈上升趋势，但资产负债率处于合理水平，且 2019 年增资完成后资产负债率有所下降。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司合并口径负债总额分别为 64.84 亿元、56.75 亿元、78.29 亿元和 86.35 亿元，资产负债率分别为 68.27%、47.02%、56.24% 和 58.22%，其中，2020 年末及 2021 年 3 月末，调整其他权益工具后的资产负债率分别为 62.05% 和 63.73%。债务结构方面，公司有息负债主要由银行借款、关联方借款、ABS 应付债券和永续债组成，早期关联方借款是公司有息负债的主要来源，2019 年以来，此类借款规模和占比均明显下降，发行债券形成的其他流动负债及短期银行借款规模及占比有所上升。考虑到公司租赁板块所持资产期限较长，公司存在一定资产负债期限错配风险。债务期限方面，受债务滚动影响，公司流动负债占比波动较大，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司流动负债占比分别为 40.32%、60.45%、81.51% 和 73.59%。2019 年以来，受公司长期借款规模下降较快影响，流动负债占比上升。

中铝资本流动负债主要为短期借款和其他流动负债。2020 年末，短期借款和其他流动负债占流动负债的比重分别为 53.98% 和 36.74%，短期借款主要为融资租赁及保理业务的银行借款和关联方借款，2020 年末，短期借款规模为 34.44 亿元，其中关联方借款占比为 17.42%，较年初下降 21.26 个百分点。其他流动负债主要为短期应付债券和待转销项税，2019 年以来，公司超短期融资券发行规模持续上升，且计入其他流动负债，2020 年末其他流动负债余额为 23.45 亿元，较年初进一步上升。同期末，由于中铝租赁开展银行承兑汇票融资，公司应付票据规模及占比有所增长。2021 年 3 月末，受超短期融资券规模上升影响，公司其他流动负债占比进一步上升至 44.19%。

中铝资本的非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中，长期借款主要由关联方委托贷款和银行借款组成；2020 年末，公司长期借款规模为 13.01 亿元，较年初下降 42.02%，主要系质押借款规模下降所致。公司应付债券主要为中铝租赁发行的 ABS，截至 2020 年末，余额为 1.46 亿元。2021 年 3 月末，公司长期借款进一步下降至 10.49 亿元，受中铝租赁新发 ABS 影响，应付债券上升 631.73% 至 10.72 亿元。

**图表 31. 中铝资本财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元，%）**

资金来源构成	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动负债	26.14	34.30	63.81	63.55
非流动负债	38.69	22.44	14.48	22.80

资金来源构成	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
所有者权益	30.13	63.94	60.92	61.96
资产负债率	68.27	47.02	56.24	58.22

资料来源：中铝资本

从刚性债务看，2018-2020 年末，中铝资本刚性债务分别为 60.60 元、63.36 亿元和 81.36 亿元，分别占年末负债的 93.46%、95.00% 和 97.70%<sup>9</sup>，刚性债务主要由超短期融资券、ABS 应付债券、金融机构借款、关联方借款和永续债组成。2020 年以来，随着公司对外融资规模增加，关联方借款规模逐步缩减。截至 2020 年末，公司刚性债务中，超短期融资券、金融机构借款、关联方借款和 ABS 应付债券、规模分别为 23.00 亿元、39.97 亿元、6.00 亿元和 1.45 亿元。刚性债务期限结构随着公司筹资策略及债务滚动而变化。2018-2020 年末，公司短期刚性债务占比分别为 36.15%、48.81% 和 76.06%，占比持续提升。从业务分部看，中铝资本刚性债务主要集中在本部、租赁和保理板块，公司未来计划通过发行债券和银行融资等方式拓宽资金来源，为各个板块提供资金支持。此外，2019 年 12 月，公司成功发行永续期公司债 5.00 亿元，同时于北京金融资产交易所设立债权融资计划 5.00 亿元，计入其他权益工具。2021 年 3 月末，公司刚性债务规模为 88.13 亿元，较年初有所上升，主要系当期公司 ABS 应付债券规模增长所致。

图表 32. 中铝资本刚性债务期限结构（单位：亿元）

	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期借款	21.21	20.94	34.44	29.48
应付票据	0.57	-	4.44	4.44
长期借款	38.69	22.44	13.01	10.49
超短期融资券	-	10.00	23.00	28.00
应付债券	-	-	1.46	10.72
应付利息	0.13	-	-	-
其他权益工具	-	9.98	5.00	5.00
<b>合计</b>	<b>60.60</b>	<b>63.36</b>	<b>81.36</b>	<b>88.13</b>
<b>其中：关联方借款</b>	<b>34.20</b>	<b>8.10</b>	<b>6.00</b>	<b>0.40</b>

资料来源：中铝资本

整体看，随着业务扩张，公司刚性债务规模有所上升，公司刚性负债占总资产比重尚处于合理水平，但短期债务占比较高，需关注公司短期内偿债压力。

中铝资本与多家银行保持了良好合作关系，获得资金周转与补充的间接融资渠道畅通。截至 2021 年 3 月末，公司合并口径共获得各银行授信额度 216.80 亿元，其中尚有 169.84 亿元未使用。

或有负债方面，根据中铝资本审计报告，截至 2020 年末公司无需披露的其他对外担保及或有负债。

<sup>9</sup> 2019 年末刚性债务占负债比重=刚性债务/（总负债+其他权益工具）

## (2) 现金流分析

2018-2020 年及 2021 年第一季度，中铝资本经营活动产生的现金流量净额分别为 2.03 亿元、3.93 亿元、3.04 亿元和 0.81 亿元。近年来，公司经营活动产生的现金流量净额波动较小。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，中铝资本投资活动产生的现金流量净额分别为 -1.56 亿元、-11.32 亿元、28.04 亿元和 -5.81 亿元。投资净现金流为负主要是由于将租赁本金流出计入投资性现金流出，且近年来公司在基金、期货及中铝财务等板块长期股权投资支出较大，投资支付的现金大于投资回收金额所致。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，中铝资本筹资活动产生的现金流量净额分别为 19.04 亿元、10.70 亿元、11.95 亿元和 5.95 亿元。为匹配公司租赁板块和保理板块业务的发展需要，公司及中铝租赁和中铝保理通过多种债权融资方式筹资。

2018-2020 年，中铝资本 EBITDA 分别为 4.54 亿元、5.35 亿元和 6.72 亿元。

**图表 33. EBITDA 和经营性净现金流对债务的覆盖情况（单位：%）**

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/刚性债务	9.00	8.64	6.05
非筹资性现金净流入量与流动负债比率	1.67	-24.47	-50.96
非筹资性现金净流入量与负债总额比率	0.88	-12.16	-34.54

资料来源：中铝资本

## (3) 资产质量分析

随着各板块业务的持续发展，中铝资本资产规模逐年增长，2018-2020 年末，公司合并口径资产总额分别为 94.97 亿元、120.68 亿元和 139.20 亿元。2018-2020 年末，公司流动资产占比分别为 61.70%、54.88% 和 53.07%。同期末，公司流动比率分别为 224.13%、193.06% 和 115.78%。2021 年 3 月末，公司合并口径总资产为 139.20 亿元，其中流动资产占比为 57.72%，与年初有所上升，流动比率为 134.70%。

从资产构成上看，中铝资本流动资产主要由货币资金、其他流动资产以及一年以内到期的非流动资产构成，2020 年末，上述资产占流动资产比重分别为 17.34%、23.68% 和 56.66%。其中，受金交所永续债提前到期、偿还关联方借款以及租赁和保理业务投放增长影响，2020 年末，公司货币资金规模下降明显；2019 年以来，公司将中铝保理回购式保理业务的保理款重分类至其他流动资产，导致近两年其他流动资产规模及比重上升，2020 年末，公司其他流动资产余额为 17.49 亿元，较上年增长 80.08%，其中，回购式保理余额为 14.06 亿元，同比增长 135.76%。一年内到期的非流动资产主要为中铝租赁一年内到期的应收融资租赁款以及中铝保理一年内到期的应收保理款，2020 年末，一年内到期非流动负债余额为 41.86 亿元，其中应收保理款为 5.13 亿元、应收融资租赁款为 36.73 亿元。2021 年 3 月末，公司流动资产为 73.88 亿元，较年初增长 11.56%。流动资产结构较年初无明显变化。

中铝资本非流动资产主要由长期应收款和长期股权投资构成。2020 年末，上述资产占非流动资产总额的比重分别为 67.87% 和 27.50%。其中，长期应收款为中铝租赁的应收融资租赁款。长期股权投资主要为公司对于云晨期货、农银汇理基金管理有限公司



（以下简称“农银汇理”）、中铝财务有限责任公司（以下简称“中铝财务”）和天津骏鑫轻量化科技有限公司（以下简称“骏鑫轻量化”）的股权投资，其中，对云晨期货股权投资的帐面余额为 2.31 亿元，持股比例为 40%，对农银汇理股权投资的帐面余额为 7.26 亿元，持股比例为 15%；对中铝财务的股权投资的账面价值为 8.33 亿元，持股比例为 10.00%。此外，中铝租赁于 2019 年联合天津物产旗下浩物机电，设立了骏鑫轻量化，2020 年末账面价值为 0.06 亿元，持股比例 40.00%。此外，2020 年末，随中铝租赁 ABS 到期，公司持有劣后级份额亦到期，持有至到期投资余额清零。公司可供出售金融资产为公司投资的的非上市公司股权与私募基金，2020 年以来，随中企云链(北京)金融信息服务有限公司和中铝智鑫基金投资的江苏蔚然两个项目的退出，公司可供出售金融资产规模有所下降。2021 年 3 月末，公司非流动资产为 62.72 亿元，较年初下降 3.99%，非流动资产结构较年初无明显变化。

总体来看，中铝资本流动资产占比相对较高，短期来看，资产流动性相对较好。但随着未来公司业务的进一步扩张，其资产期限结构的稳定性有待观察。

### 3. 公司盈利能力

随着业务规模的扩张，公司营业收入保持增长态势，公司当前营业收入主要来源于租赁、保理及保险经纪板块。公司各板块的营业成本随业务扩张波动增长。公司期间费用占比较低，运营成本控制较好。公司资产减值准备计提水平较低。整体来看，公司当前盈利能力较为稳定，未来随着杠杆经营程度的上升和市场化业务的开展，公司财务成本及拨备计提压力或将有所上升，盈利能力及其稳定性仍有待观察。

近年来，中铝资本各个板块均处于业务扩张阶段，营业收入规模保持较快增长。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司分别实现营业总收入 4.10 亿元、4.96 亿元、5.47 亿元和 2.23 亿元。从收入结构来看，公司收入主要来源于租赁、保理及保险经纪等类金融业务。租赁板块作为公司的核心资产，其营收规模占总营收规模比重始终在 60% 以上。保理业务板块收入随投放规模波动规模及占比呈现波动态势。2020 年，公司租赁业务、保理业务、保险经纪业务及基金业务营业收入分别为 3.80 亿元、0.99 亿元、0.44 亿元和 0.23 亿元，分别占营业收入的 69.49%、18.10%、8.12% 和 4.29%。基金业务由于运作时间较短，尚未对营收规模有明显贡献。除营业收入外，公司对联营企业的投资收益对收入形成一定补充，2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司投资净收益分别为 0.74 亿元、0.97 亿元、1.28 亿元和 0.19 亿元，投资收益主要来源于参股云晨期货、农银汇理和中铝财务按权益法下确认的投资收益。

图表 34. 中铝资本营业收入构成情况（单位：亿元，%）

	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租赁板块	2.66	64.87	3.57	71.82	3.80	69.49	1.51	67.44
商业保理板块	0.91	22.15	0.91	18.42	0.99	18.10	0.59	26.52
保险经纪板块	0.40	9.73	0.43	8.62	0.44	8.12	0.12	5.39
基金板块	0.13	3.16	0.05	1.06	0.23	4.29	0.01	0.66

	2018年		2019年		2020年		2021年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他业务板块	-	0.08	0.00	0.07	0.004	0.07	0.00	-
合计	4.10	100.00	4.96	100.00	5.47	100.00	2.23	100.00
其中：关联交易	3.06	74.64	2.48	49.98	1.88	25.42	-	-

资料来源：中铝资本

注：2021年一季度，公司关联交易相关数据未披露，故标为“-”。

随着各类板块业务的扩张，中铝资本的营业总成本波动上升。2018-2020年及2021年第一季度，公司营业总成本分别为2.37亿元、3.11亿元、2.56亿元和0.82亿元。从成本构成上看，公司营业总成本主要来源于各个板块的营业成本、公司期间费用及计提的资产减值损失。营业成本方面，公司各板块的营业成本随业务扩张而波动上升，其中，融资租赁板块和商业保理板块占比较大，主要为融资租赁和商业保理业务的融资成本。2018-2020年及2021年第一季度，公司毛利率分别为50.09%、64.51%、56.38%和63.00%，毛利率波动上升。期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用及财务费用，2020年末，公司管理费用占营业收入比重为11.40%，较上年上升2.44个百分点，主要系公司新办公场所租赁物管费增长明显所致。由于与租赁及保理业务相关的利息支出计入营业成本，公司财务费用主要为公司本部的利息收入和利息支出。资产减值损失方面，各板块减值计提政策相对宽松，2018-2019年，公司分别计提资产减值准备870.55万元和5109.62万元。2020年，公司转回减值准备-2,444.71万元，主要为租赁板块转回减值准备。公司资产减值准备主要由中铝租赁应收融资租赁款减值准备和中铝保理应收账款减值准备构成，2020年，上述资产减值准备分别转回1862.70万元和124.80万元。

图表 35. 中铝资本营业成本和毛利率构成（单位：万元，%）

	2018年		2019年		2020年		2021年第一季度	
	营业成本	毛利率	营业成本	毛利率	营业成本	毛利率	营业成本	毛利率
租赁板块	14,151.20	46.79	12,638.47	64.55	19,215.84	49.40	5,918.43	60.71
商业保理板块	4,868.68	48.39	4,241.47	53.63	4,058.43	58.96	2,190.15	63.03
保险经纪板块	537.77	86.52	729.68	82.95	562.13	87.33	156.77	86.97
基金板块	899.4	30.65	-	100.00	0.00	100.00	0.00	100.00
其他业务板块	5.38	83.65	7.47	79.63	-	-	-	-
合计	20,462.43	50.09	17,617.09	64.51	23,836.41	56.38	8,265.35	63.00

资料来源：中铝资本

近年来，中铝资本净利润逐年增长，总资产报酬率和净资产收益率呈波动下降态势。2018-2020年及2021年第一季度，公司净利润分别为2.14亿元、2.53亿元、3.55亿元和1.19亿元；2018-2020年，公司总资产报酬率分别为5.42%、4.95%和5.16%，净资产收益率分别为7.29%、5.39%和5.69%。考虑到公司尚处于业务扩张阶段，其盈利能力及稳定性仍有待观察。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

中铝资本股东的背景较强，可在业务发展和对外融资等方面为公司提供支持。得益于股东增资及利润积累，公司资本实力有所增强，有利于支撑其业务拓展。

### 2. 外部支持因素

中铝资本控股股东为中铝集团。中铝集团成立于 2001 年，隶属于国务院国有资产监督管理委员会，是国家全资控股公司和国有重要骨干企业。2020 年末，中铝集团资产总额合计 6324.04 亿元，所有者权益合计 2275.45 亿元。2020 年实现营业收入 3670.20 亿元，净利润 41.88 亿元。

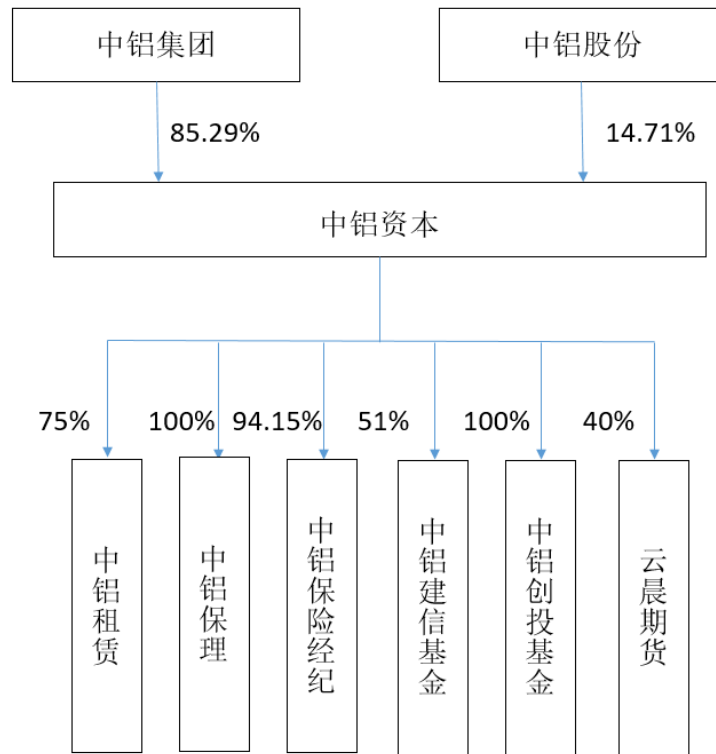
## 跟踪评级结论

综上所述，当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段，经济下行压力较大。跟踪期内，随着市场化业务的开拓，中铝资本租赁业务保持较快增长，其收入及盈利占比较上年有所提升；保理和保险经纪板块业务开展较为稳定，收入及盈利情况与上年基本持平；基金业务尚未有实质性开展，收入及盈利较上年略有下滑。公司各板块的营业成本随业务扩张波动增长。公司期间费用占比较低，运营成本控制较好。公司资产减值准备计提水平较低。整体来看，公司当前盈利能力较为稳定，未来随着杠杆经营程度的上升和市场化业务的开展，公司财务成本及拨备计提压力或将有所上升，盈利能力及其稳定性仍有待观察。

同时，我们仍将持续关注（1）中铝资本租赁板块市场化业务拓展带来的风险管理压力；（2）中铝资本市场化租赁业务、基金业务发展和期货板块整合带来的人才储备压力；（3）中铝资本的业务集中在有色金属板块，经济的周期性波动对公司各板块业务的影响。

附录一：

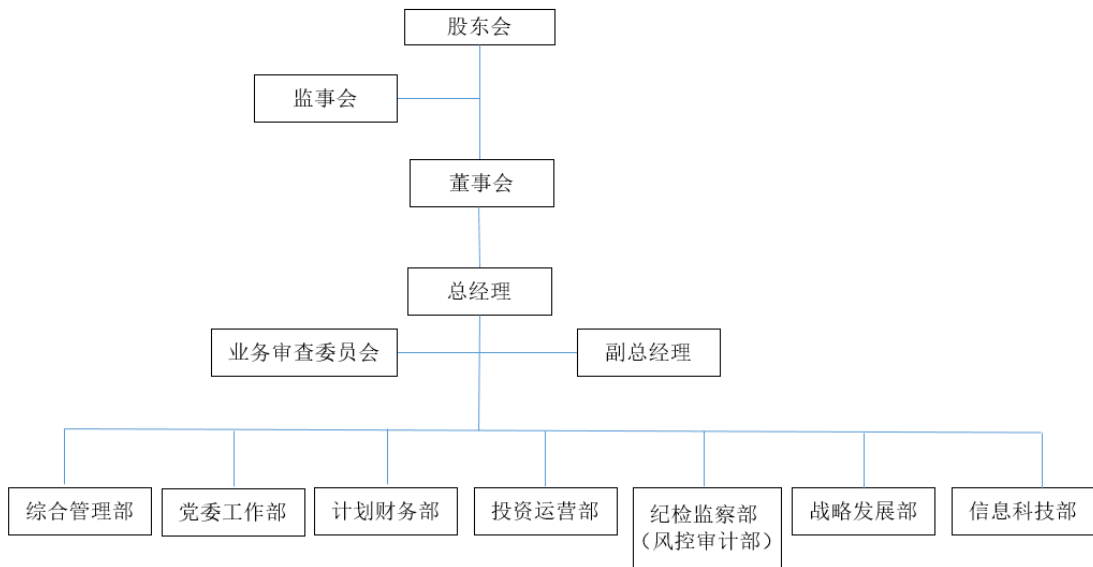
公司与实际控制人关系图



注：根据中铝资本提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据中铝资本提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据（亿元）			
全称	简称			所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营活动现金净流入量(亿元)
中铝融资租赁有限公司	中铝租赁	75.00	融资租赁	18.96	3.80	1.63	1.55
中铝商业保理（天津）有限公司	中铝商业保理	65.62	贸易融资	5.65	1.02	0.35	0.32
中铝建信投资管理（北京）有限公司	中铝建信	51.00	投资管理、咨询	0.35	0.02	0.02	0.02
中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司	中铝创投	100.00	投资管理、咨询	0.13	0.02	0.03	0.06
中铝保险经纪（北京）股份有限公司	中铝保险经纪	94.15	保险经纪	5.65	1.02	0.35	0.32

注：根据中铝资本提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	94.97	120.68	139.20	148.32
货币资金 [亿元]	22.55	26.42	12.81	14.99
刚性债务[亿元]	60.60	63.36	81.36	88.13
所有者权益[亿元]	30.13	63.94	60.92	61.96
营业总收入[亿元]	4.10	4.96	5.47	2.23
净利润[亿元]	2.14	2.53	3.55	1.19
EBITDA[亿元]	4.54	5.35	6.72	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.03	3.93	3.04	2.04
投资性现金净流入量[亿元]	-1.56	-11.32	-28.04	-5.81
资产负债率[%]	68.27	47.02	56.24	58.22
长期资本固定化比率[%]	52.85	63.04	86.64	73.99
权益资本与刚性债务比率[%]	49.83	100.91	74.87	70.31
流动比率[%]	224.13	193.06	115.78	134.70
速动比率[%]	224.08	192.70	115.54	134.61
现金比率[%]	86.25	77.01	21.56	25.07
利息保障倍数[倍]	2.38	2.81	2.88	—
有形净值债务率[%]	215.18	88.76	128.52	139.36
营运资金与非流动负债比率[%]	83.87	142.24	69.55	96.71
应收账款周转速度[次]	0.22	0.41	1.50	—
固定资产周转速度[次]	138.90	285.70	5.35	—
总资产周转速度[次]	0.05	0.05	0.04	—
毛利率[%]	50.09	64.51	56.39	63.00
营业利润率[%]	64.10	61.52	80.49	71.37
总资产报酬率[%]	5.42	4.95	5.16	—
净资产收益率[%]	7.29	5.39	5.69	—
净资产收益率*[%]	7.06	5.08	5.39	—
营业收入现金率[%]	112.78	111.75	100.90	122.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.10	13.00	6.20	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.76	6.46	4.51	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.67	-24.47	-50.96	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.88	-12.16	-37.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.38	2.34	2.89	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.09	0.09	—

注：表中数据根据中铝资本经审计的 2018-2020 年度审计报告及 2021 年第一季度未经审计的财务报表数据整理计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	6
		盈利能力	6
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	5
		负债结构与资产质量	7
		流动性	1
	个体风险状况		4
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA+

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2019年10月31日	AA+/稳定	王隽颖、宫晨	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月24日	AA+/稳定	王隽颖、宫晨	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月10日	AA+/稳定	王隽颖、宫晨	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
债项评级 (19中铝Y1)	历史首次评级	2019年10月31日	AA+	王隽颖、宫晨	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月24日	AA+	王隽颖、宫晨	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月10日	AA+	王隽颖、宫晨	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。



附录七：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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

## 附录八：

### 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（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。

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（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。

---

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。