

中铝资本控股有限公司

及其发行的 19 中铝 Y1 与 21 中铝 01

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[2022]100728】

评级对象: 中铝资本控股有限公司及其发行的 19 中铝 Y1 与 21 中铝 01

	19 中铝 Y1	21 中铝 01
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 28 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 10 日	-
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2019 年 10 月 31 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 5 月 31 日

主要财务数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径				
货币资金	19.03	4.13	7.16	16.41
刚性债务	33.71	62.11	67.11	-
所有者权益	55.04	50.71	51.19	51.47
经营性现金净流量	-14.00	-5.90	8.71	4.94
合并口径				
总资产	120.68	143.41	152.86	157.96
总负债	56.75	80.82	90.98	94.95
刚性债务	63.36	81.78	93.03	91.13
所有者权益	63.94	62.59	61.87	63.01
营业总收入	4.96	5.59	7.86	2.01
净利润	2.53	3.58	3.98	1.14
经营性现金净流量	3.93	3.20	6.21	0.88
EBITDA	3.66	4.42	5.43	-
资产负债率[%]	47.02	56.36	59.52	60.11
权益资本与刚性债务比率[%]	100.91	76.54	66.51	69.14
流动比率[%]	193.06	118.37	119.87	126.66
现金比率[%]	77.01	22.03	24.82	35.88
净资产收益率[%]	5.39	5.66	6.40	-
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	6.46	4.66	7.23	-
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-12.16	-33.79	-6.87	-
EBITDA/利息支出[倍]	6.12	-	118.20	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.06	-

注 1: 表中数据根据中铝资本经审计的 2019-2021 年度审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表数据整理、计算, 其中 2020 年(末)数据取自 2021 年审计报告年初数或上年数;

注 2: 刚性债务中含计入所有者权益的永续债。

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)及其发行的 19 中铝 Y1 与 21 中铝 01 的跟踪评级反映了 2021 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上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 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及其发行的 19 中铝 Y1 与 21 中铝 01

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）（以下简称“19 中铝 Y1”）和中铝资本控股有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）（以下简称“21 中铝 01”）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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年一季度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 月完成“19 中铝 Y1”的发行，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。中铝资本于 2021 年 6 月完成“21 中铝 01”的发行，发行规模为 5.00 亿元，期限为 3 年，附第 2 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

图表 1. 本次跟踪评级债券概况

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
19 中铝 Y1	5.00	3+N	5.28	2019-12-25	未到期
21 中铝 01	5.00	2+1	4.20	2021-06-22	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 2021 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 2021 年末，公司纳入合并范围内的子公司共 6 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，其中上海滇鑫浦慧融资租赁有限公司为 2021 年新纳入合并范围的子公司。

图表 2. 2021 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	100.00	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
上海滇鑫浦慧融资租赁有限公司	滇鑫浦慧租赁	99.20	融资租赁	2017 年 6 月

资料来源：中铝资本

截至 2021 年末，中铝资本经审计的合并口径资产总额为 152.86 亿元，负债总额为 90.98 亿元，所有者权益为 61.87 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 55.05 亿元）；当年实现营业总收入 7.86 亿元，净利润 3.98 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.31 亿元）。

截至 2022 年 3 月末，中铝资本未经审计的合并口径资产总额为 157.96 亿元，负债总额为 94.95 亿元，所有者权益为 63.01 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 55.97 亿元）；当期实现营业总收入 2.01 亿元，净利润 1.14 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.93 亿元）。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业环境

A. 融资租赁行业环境

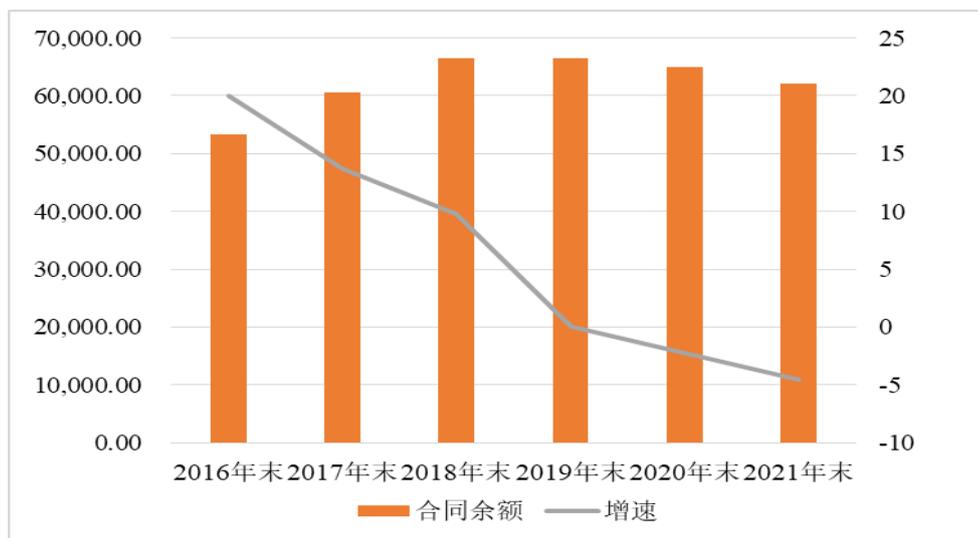
2020年6月，银保监会下发了《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”），《暂行办法》明确了融资租赁公司业务范围和融资渠道；调整及细化了一系列监管指标的阈值并要求租赁公司建立资产质量分类、准备金和关联交易等制度。

《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。

近年来，受新冠疫情、行业监管体制和会计准则发生重大变化等因素影响，融资租赁行业主体数量增速明显放缓，融资租赁业务余额呈下降趋势。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，但因融资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。近年来，受新冠疫情、行业监管体制和会计准则发生重大变化等因素影响，融资租赁行业主体数量增速明显放缓，融资租赁业务余额呈下降趋势。根据中国租赁联盟发布的《2021年中国融资租赁业务发展报告》，截至2021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，包括一些地区列入失联或经营异常名单的企业）总数约为11917家，较2020年末的12156家减少了239家，融资租赁合同余额为6.21万亿元，同比下降4.5%。

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

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¹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。

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降业务规模的压力。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。

¹原银监会

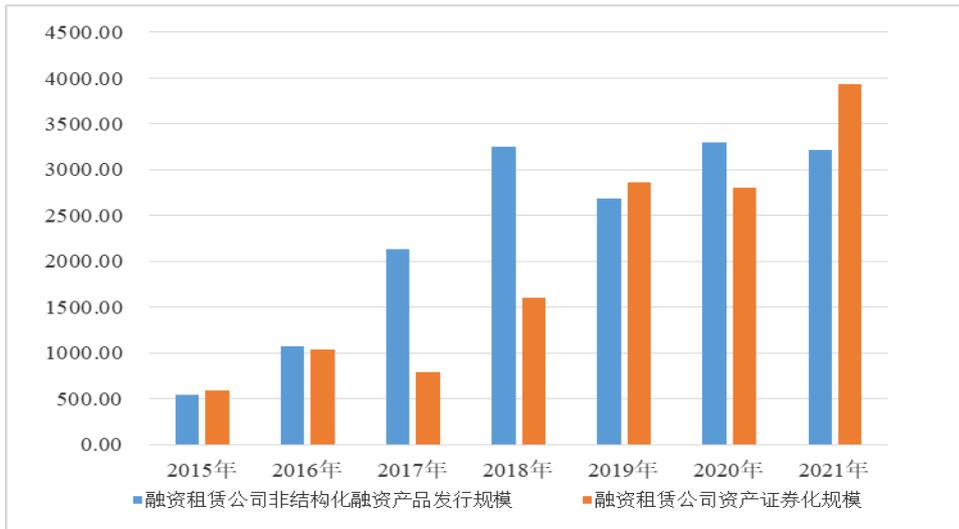
整体来看，此次《暂行办法》落地将对融资租赁公司的业务、盈利等方面产生较大影响。同时，由于集中度和杠杆水平等方面的要求，部分融资租赁公司将面临较大的业务整改和资本补充压力。

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，2019-2021 年国内融资租赁公司(含金融租赁公司)债券发行规模²分别为 2653.80 亿元、3298.55 亿元和 3211.80 亿元(其中金融租赁公司债券发行规模分别为 648.00 亿元、768.00 亿元和 603.50 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，2019-2021 年，发行规模分别为 2874.62 亿元、2798.02 亿元和 3939.21 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。

²不含资产证券化产品

图表 4. 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，注册资本金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

随着国内新冠疫情的缓解，下游需求强劲，叠加全球财政、货币政策的刺激，2020年二季度以来电解铝价格快速攀升，而氧化铝供给过剩而价格下行，铝产业链内部供需反转，利润向电解铝环节倾斜。近年来在供给侧改革发力下，国内电解铝产能得以有效控制，头部企业市场地位稳固。碳中和战略对于铝行业而言挑战与机遇并存，一方面，严控产能有助于支撑吨铝利润，另一方面，铝企亦面临能源结构转型压力。此外，电力改革持续推进，拥有自备电厂的铝企自供电优势削弱。

a) 行业概况

铝是仅次于钢铁的第二大金属消费材料，为国家工业发展和经济增长的重要资源之一。

目前我国电解铝产量和铝消费均位居世界第一，占全球产量和消费比重约 55-60%。据国家统计局数据，2018-2020 年及 2021 年 1-4 月，我国原铝（电解铝）累计产量分别为 3,580 万吨、3,504 万吨、3,708 万吨和 1,302 万吨，同比增速分别为 7.4%、-0.9%、4.9%和 9.6%。其中在 2017 年铝价上涨刺激下、企业增产的影响 2018 年增速明显回升；2019 年受突发事件、环保治理、产能转移等因素影响行业减产；受益于前期减产产能恢复及铝价上涨刺激供给，2020 年产量重回增长；2021 年 1-4 月，受益于国内需求良好及电解铝高利润刺激，电解铝产量增幅扩大。截至 2020 年末我国电解铝总产能 4,263 万吨，同比增长 3.1%；运行产能 3,926 万吨，同比增长 9%。近两年电解铝行业严格落实产能置换政策，其中大部分产能由北方地区向西南地区转移，西南地区水电资源丰富，其电力成本远低于北方地区。

图表 5. 近年我国电解铝产量及增长情况



资料来源: wind

铝价存在极强的周期性和波动性。2017 年 1-10 月，电解铝价格波动上行，一度达到 16,000 元/吨上下，进入 11 月，在采暖季限产不及预期叠加下游需求走弱背景下，电解铝价格逐渐回落至 13,000-14,000 元/吨水平。2018 年前三季度铝价大致呈 W 型震荡，第四季度开始持续下行，至 2019 年 2 月触底 13,300 元/吨后反弹并窄幅震荡上行至 2020 年 1 月 14,300 元/吨水平左右，2 月份受新冠疫情影响铝价快速下滑，至 3 月下旬触底 11,200 元/吨后反弹并一路走高，7-10 月在 14,000-15,000 元/吨区间震荡，12 月一度涨至 17,070 元/吨。总体上，2020 年原铝价格在受到疫情短暂冲击后，价格整体快速上涨。进入 2021 年，铝价短期回调后再次上行，至 5 月中旬一度突破 20,000 元/吨，而后快速回落至 18,400 元/附近。

图表 6. 近年铝价走势



资料来源: wind

氧化铝是生产电解铝的主要原材料，1 吨电解铝大概需要 2 吨氧化铝，而氧化铝的主要生产原材料是铝土矿。2018 年受美铝罢工、俄铝制裁、海德鲁停产等黑天鹅事件影响，氧化铝价格在 2,600-3,400 元/吨区间剧烈波动。2019 年以来随着国内新增产能大量投产，海外风险事件尘埃落定，氧化铝价格持续震荡走弱。2019 年氧化铝均价 2,696 元/吨，同比下降 9.9%。2020 年受新冠疫情影响，需求走弱，氧化铝价格从 2 月的 2,500 元/吨降至 6 月中的 2,200 元/吨，之后持续在 2,200-2,500 元/吨区间波动。近年受海外铝土矿供给宽松影响，国内氧化铝产能加速扩张，2020 年末已建成产能 8,915 万吨，叠加海外产能复产投产，氧化铝产能过剩矛盾加剧。

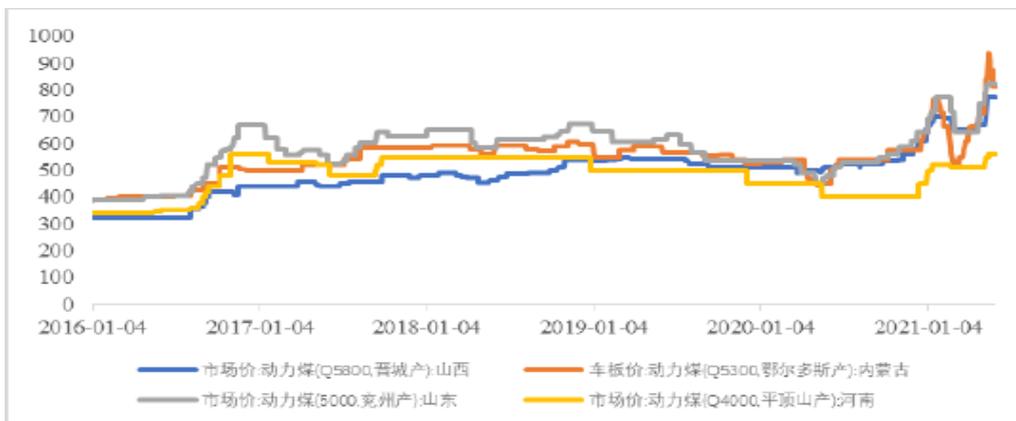
图表 7. 近年广西、山东地区氧化铝均价走势（单位：元/吨）



资料来源：wind

电解铝行业属于高耗能行业，能源成本占电解铝生产成本的 35%左右，电力的消耗和电价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。电解铝行业平均吨铝耗电量达 1.35 万度，电价每上调 1 分钱，吨铝生产成本增加 135 元。受益于行业去产能的推进，自 2016 年下半年开始煤炭价格进入快速上升通道，至 2017 年初达价格高点，延续至 2018 年依然保持供应较紧的格局，煤价在较高位波动。2019 年动力煤价格高开低走，因春节前后晋陕蒙主产区发生两次重大矿难事故导致春节提前停产，同时进口矿因澳矿通关时间延长，供应减少价格上行，之后随矿山复产，进入二季度后雨水丰沛，水电发电量增加，同时新能源高增长，火电份额被严重挤压，进口煤增加，供需转变，价格呈波动弱势下行趋势。根据煤炭行业协会年度报告所载，2019 年动力煤中长期合同价格（5500 大卡下水煤）均价 555.3 元/吨，同比下降 3.2 元/吨。2020 年煤炭中长期合同价较为稳定，而现货价格出现大幅波动。2020 年动力煤中长期合同价格（5500 大卡下水煤）均价 543 元/吨，同比下降 12 元/吨；现货价格方面，5 月降至年度低点（470 元/吨），9 月起开始回升。进入 2021 年，供需错配，动力煤价格攀升，一度突破 800 元/吨创近年新高，而后有所回调，4 月下旬起再次大幅上行。动力煤的价格飙升给下游电厂带来巨大的成本压力，近期国务院常务会议提出做好大宗商品保供稳价工作，煤价有所抑制。

图表 8. 我国河南、山西等多地煤炭价格（单位：元/吨）



资料来源：wind

2020 年及 2021 年一季度，国内电解铝行业平均吨利润为 1,173 元和 2,415 元，行

业平均吨利润在 1,000 元以上的状态已持续 10 个月，电解铝行业整体盈利处于近年高位。

b) 政策环境

2017 年，我国关停已建成和停建在建违法违规电解铝产能近 1,200 万吨，产能无序扩张得到抑制，当年在产产能首次出现下降。2018 年 12 月出台《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》，以抑制氧化铝产能无序扩张为目标。截至 2021 年 1 月末，我国电解铝总产能达 4,244 万吨，接近供给侧改革下 4,554 万吨的产能红线。在碳中和国家新战略背景下，作为高能耗、高排碳量行业，电解铝行业或将迎来二次供给侧改革，目前出台的能耗及减排相关政策主要侧重于严控总量、优化能源结构、能源低碳化等，碳中和目标有望压制国内火电铝产能增量以及推动产业能源结构转型，同时激发下游用铝需求，驱使电解铝供需抽紧。

近年来我国持续推行电力改革。2018 年 3 月，发改委办公厅下发《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》，燃煤自备电厂缴纳政府性基金及附加、政策性交叉补贴、系统备用费的政策意向明确，下半年四川、吉林、山东等先后出台燃煤自备电厂缴费政策相关通知。其中，山东省物价局规定在缓冲期即 2018 年 7 月至 2019 年末的政策性交叉补贴为 0.05 元/度，2020 年以后增至 0.1016 元/度，政府性基金按同期目录销售电价表中征收标准执行，而系统备用费则继续按原标准向并网自备电厂自发自用电量收取（分别为 0.02 元/度、0.03 元/度及 0.035 元/度，对应 220kv、110kv 及 35kv 电压）。对于此前未缴纳相关费用的电解铝企业，不考虑备用费下，缓冲期度电成本将增加 0.0791 元，之后将增至 0.1352 元，按照吨铝耗电 1.35 万度计算，将分别增加吨铝成本 1,068 元和 1,825 元。该方案的实施将削弱电解铝企业自供电的成本优势，此外部分自备电厂还将面临停建停运。

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。

行业内主要生产企业包括中国铝业集团有限公司（简称“中铝集团”）、中国忠旺控股有限公司（简称“中国忠旺”）、云南铝业股份有限公司（简称“云铝股份”）、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”）等。从财务数据看，中铝集团整体财务表现较好，在行业内具有较强的竞争优势。

d) 风险关注

(1) 安环压力。铝行业属于高耗能行业，目前我国以火电铝为主。在碳中和战略背景下，铝企业或受控煤影响出现交替性限产减产，同时亦面临能源结构转型等压力。此外，电解铝生产过程工艺复杂，危险因素较多，生产过程存在较大的安全风险。

(2) 自备电厂成本优势削弱。在国家电力改革的推进下，拥有自备电厂的电解铝企业面临自供电成本上升，装机容量增长空间不再，自产自用电量受政策约束等局面，自发电成本优势削弱。

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，目前债权类投资基金均已完成清算；股权类业务仍处于项目储备阶段，落地项目规模较小；跟踪期内新设绿色低碳基金，尚未进行对外投资。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 2021 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 2022 年 3 月末，保理业务余额为 6.11 亿元。截至 2022 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，集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。2019-2021 年及 2022 年第一季度，中铝租赁的项目投放金额分别为 35.45 亿元、44.28 亿元、42.57 亿元和 9.15 亿元，期末生息资产余额规模分别为 58.63 亿元、74.39 亿元、75.40 亿元和 75.05 亿元，其中，集团内业务余额占比分别为 50.28%、28.00%、10.32%和 9.28%，呈逐年下降态势。

图表 9. 中铝租赁业务基本情况（单位：个，亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
新签租赁及保理合同数	64	46	62	8
其中：集团内新签合同数	24	5	4	1
保理业务新签合同数	16	9	0	1
融资租赁及保理项目投放金额	35.45	44.28	42.57	9.15
其中：集团内业务新增投放	7.76	5.36	0.33	1.00
保理业务新增投放	12.56	8.42	-	1.00
期末生息资产余额	58.63	74.39	75.40	75.05
其中：集团内业务生息资产余额	29.48	20.83	7.78	6.96
保理资产余额	11.71	12.05	6.27	6.11

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，2022 年 3 月末，融资性售后回租项目净额占比为 77.82%。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 2022 年 3 月末，中铝租赁经营租赁和直租业务净额占比分别为 7.28%和 6.76%。2019 年以来，中铝租赁开展同业保理业务，截至 2022 年 3 月末，保理业务余额占比为 8.13%。

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、公用事业和装备制造等。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 4.00%、3.84%、14.62%和 35.48%，其中，铝加工及铝行业的集中度均较年初进一步下降，公用事业保持较高占比。此外，装备制造、电力行业投放亦保持较快增长。

图表 10. 中铝租赁生息资产余额行业分布（单位：亿元，%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铝加工	13.15	22.43	5.78	7.77	3.67	4.87	3.00	4.00
同业	11.71	19.97	14.76	19.84	12.48	16.55	10.97	14.62
铝	8.83	15.06	8.21	11.04	2.02	2.68	2.88	3.84
公共事业	8.16	13.92	28.18	37.88	29.62	39.28	26.63	35.48
铜	6.19	10.56	5.70	7.66	0.90	1.19	0.24	0.32
能源	4.73	8.07	-	-	-	-	-	-
化工	2.77	4.72	2.65	3.56	3.14	4.16	3.56	4.75

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
电力	1.37	2.34	-	-	5.20	6.90	7.64	10.18
环保	0.69	1.18	0.93	1.25	0.87	1.15	0.77	1.03
煤炭	0.60	1.02	0.20	0.27	1.50	1.99	1.50	2.00
铝模板	0.38	0.65	0.34	0.46	2.66	3.53	2.71	3.62
投资	0.01	0.02	-	-	-	-	-	-
飞机制造	-	-	0.02	0.03	0.01	0.01	-	-
铅锌	-	-	-	-	0.24	0.32	-	-
物流	-	-	-	-	0.04	0.05	0.03	0.05
资产管理	-	-	0.01	0.01	-	-	-	-
工程	-	-	1.76	2.37	0.76	1.01	0.51	0.68
装备制造	-	-	5.66	7.61	8.95	11.87	8.39	11.18
医药	-	-	0.19	0.26	0.11	0.15	0.10	0.13
铝挂车					0.85	1.13	0.81	1.08
铝家具					0.06	0.08	0.06	0.08
石油天然气装备					2.26	3.00	5.22	6.96
其他					0.06	0.08	0.01	0.01
合计	58.63	100	74.39	100.00	75.40	100.00	75.05	100.00

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 2022 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、北京、福建、山东和四川，合计占比为 53.64%，较年初有所下降。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。中铝租赁铜、铝等行业的业务多为与关联方开展的融资租赁业务，公用事业类客户主要分布于江苏、浙江、山东和福建等东部发达地区。

图表 11. 中铝租赁生息资产余额区域分布（单位：亿元，%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
北京	9.57	16.32	8.26	11.10	8.75	12.12	7.41	9.87
云南	6.55	11.17	2.52	3.39	0.51	0.71	0.38	0.50
福建	5.96	10.17	6.83	9.18	7.02	9.73	6.16	8.21
广西	5.20	8.87	3.47	4.66	1.73	2.40	1.73	2.31
山东	5.10	8.70	10.71	14.41	6.71	9.29	5.67	7.56
贵州	4.93	8.41	4.21	5.66	3.05	4.22	2.55	3.40
山西	4.38	7.47	2.45	3.31	2.32	3.21	2.09	2.78
重庆	3.80	6.48	2.49	3.35	4.29	5.94	3.90	5.20
江苏	3.23	5.51	15.12	20.32	17.09	23.67	15.79	21.04
江西	2.83	4.83	3.08	4.14	2.23	3.09	1.93	2.57
上海	2.45	4.19	4.20	5.64	4.28	5.92	4.50	6.00
湖北	2.00	3.41	3.70	4.97	0.90	1.25	1.00	1.33
黑龙江	0.99	1.68	0.93	1.25	0.81	1.13	3.78	5.04
宁夏	0.60	1.02	0.20	0.27	-	-	-	-
天津	0.42	0.72	2.29	3.08	3.51	4.87	3.52	4.69

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
河北	0.38	0.64	1.50	2.02	0.50	0.69	-	-
甘肃	0.20	0.34	0.15	0.20	-	-	-	-
四川	0.02	0.03	2.28	3.06	2.27	3.15	5.22	6.96
青海	0.01	0.02	-	-	-	-	-	-
广东	0.01	0.02	-	-	-	-	-	-
内蒙古	-	-	-	-	0.04	0.06	0.03	0.04
河南	-	-	-	-	2.91	4.04	2.60	3.46
湖南	-	-	-	-	2.11	2.92	1.91	2.55
浙江	-	-	-	-	2.53	3.50	2.29	3.45
河北	0.38	0.64	1.50	2.02	0.50	0.69	-	-
新疆	-	-	-	-	1.83	2.54	2.59	3.45
合计	58.63	100	74.39	100.00	75.39	100.00	75.05	100.00

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，2022 年 3 月末，中铝租赁前十大客户占生息资产比重为 41.55%，较上年同期末上升 2.11 个百分点，第一大客户占比为 6.96%，较上年同期末上升 2.35 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 2022 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 9 家，客户类型较为多元。

图表 12. 2022 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	所属行业
四川宏华电气有限责任公司	5.22	6.96	否	能源
天津骏鑫轻量化科技有限公司	3.52	4.69	是	科技
中建材浚鑫科技有限公司	3.32	4.43	否	科技
漳州闽南水乡开发建设有限公司	3.00	4.00	否	公用事业
华电能源股份有限公司	3.00	4.00	否	能源
狮桥融资租赁（中国）有限公司	2.85	3.79	否	同业
南京中电熊猫液晶材料科技有限公司	2.77	3.69	否	材料
大唐洛阳热电有限责任公司	2.60	3.46	否	能源
新疆新冶能源化工有限公司	2.59	3.45	否	能源
江苏武进太湖湾旅游发展有限公司	2.32	3.08	否	公用事业
合计	31.18	41.55	-	

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，2021 年投放项目单笔金额集中在 1 亿元至 3 亿元之间。随市场化业务的开展，单笔金额 1000 万元以下的项目数量有所上升。

图表 13. 中铝租赁项目资金投放金额分布（单位：个，亿元）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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）	17	0.20	2	0.11	32	2.43	3	0.20
1000 万（不含）-3000 万（含）	10	1.12	4	0.66	2	0.24	-	-
3000 万元（不含）-5000 万元（含）	4	1.95	3	1.34	-	-	-	-
5000 万元（不含）-1 亿元（含）	22	19.18	17	16.08	-	-	3	3.00

项目	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	笔数	金额	笔数	金额	笔数	金额	笔数	金额
1亿元(不含)-3亿元(含)	7	13.00	15	27.97	28	39.90	2	5.95
3亿元以上	-	-	0	-	-	-	-	-
合计	60	35.45	41	46.15	62	42.57	8	9.15

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1至3年为主。2019年，中铝租赁5年期以上项目投放规模较高，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 14. 中铝租赁项目资金投放期限分布（单位：个，亿元）

项目	2019年		2020年		2021年		2022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)	-	-	11.75	15.80	10.55	13.99	16.57	22.08
1-3年(不含)	5.44	15.35	37.48	50.38	49.70	65.92	49.88	66.45
3-5年(不含)	13.20	37.24	25.16	33.82	15.15	20.09	8.60	11.46
5年及以上	16.81	47.42	-	-	-	-	-	-
合计	35.45	100.00	74.39	100.00	75.40	100.00	75.05	100.00

资料来源：中铝资本

注：2020-2021年及2022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2022年3月末，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资金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，分别于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2022年3月末，余额为2.02亿元。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4%-6%左右，市场化业务IRR一般在5%-7%，较上年持平。

(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%。截至 2022 年 3 月末，中铝保理注册资本未再发生变化。

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 2022 年 3 月末，中铝保理集团外业务规模为 25.79 亿元，占期末保理资产余额的 77.01%。

近年来，中铝保理新增投放规模有所波动，2019-2021 年及 2022 年第一季度，中铝保理项目投放金额分别为 38.83 亿元、39.22 亿元、35.30 亿元和 7.78 亿元，期末保理资产余额分别为 13.27 亿元、28.12 亿元、33.06 亿元和 33.49 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³。2021 年，上述三种业务当年投放金额分别为 23.39 亿元、8.13 亿元和 3.78 亿元；2022 年第一季度，上述三种业务当年投放金额分别为 4.89 亿元、2.70 亿元和 0.19 亿元。中铝保理有追索权的应收账款保理业务占比较高，且规模增长较快，截至 2022 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 27.23 亿元和 6.27 亿元，应付账款业务余额为 3.45 亿元，分别较上年同期末增长 37.66%、下降 41.24% 和上升 36.90%。

图表 15. 中铝保理基本情况（单位：个，亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
新签保理合同数	62	69	51	12
保理项目投放金额	38.83	39.22	35.30	7.78
期末保理资产余额	13.27	28.12	33.06	33.49

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。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，2022 年 3 月末，1 年及以上项目余额占比 47.81%，较上年同期末末进一步增加。从金额分布上来看，中铝保理集中在 1 亿元以上，2022 年 3 月末，1 亿（含）以上项目余额占比 66.86%。

图表 16. 2022 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	4	7	15	10	6	4
金额	1.23	2.56	7.58	6.11	8.60	7.41

资料来源：中铝资本

图表 17. 2022 年 3 月末，中铝保理投放金额分布情况（单位：个，亿元）

规模	5000 万以下（含）	5000 万-1 亿（含）	1 亿以上（含）
笔数	27	10	10
金额	4.23	6.87	22.39

资料来源：中铝资本

³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 2022 年 3 月末，铝加工、工程（集团内）和外部板块存量业务占比分别为 17.38%、4.69% 和 77.01%，合计 99.08%。其中，外部业务主要为与外部租赁公司的保理业务及与外部企业的工程类业务，相关业务投放规模快速上升，目前中铝保理存量业务多集中于此板块，2022 年 3 月末，中铝保理外部板块中与外部企业的工程类业务余额为 16.04 亿元。

图表 18. 中铝保理应收账款行业分布（单位：亿元，%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铝加工	4.32	32.58	9.08	32.29	5.02	15.18	5.82	17.38
工程	3.43	25.87	1.43	5.09	1.48	4.48	1.57	4.69
外部	2.10	15.84	14.96	53.20	24.26	73.38	25.79	77.01
稀土	1.51	11.39	-	-	-	-	-	-
氧化铝	0.97	7.32	0.58	2.06	-	-	-	-
金融	0.54	4.07	2.00	7.11	2.04	6.17	-	-
电解铝	0.35	2.64	-	-	-	-	-	-
资产管理	0.04	0.30	-	-	-	-	-	-
铅锌	-	-	-	-	0.26	0.79	0.32	0.96
贸易	-	-	0.07	0.25	-	-	-	-
合计	13.27	100.00	28.12	100.00	33.06	100.00	33.49	100.00

资料来源：中铝资本

注：上表中工程类保理业务为集团内部工程保理业务，与外部企业的工程类业务分类在外部板块。

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 2022 年 3 月末，中铝保理存量业务占比较高的前三大区域为华北、西南和华南，占比分别为 37.68%、27.83% 和 19.56%。2020 年以来，中铝保理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，随着中铝保理不断展业，目前各区域板块业务占比相对均匀。

图表 19. 中铝保理应收账款区域分布（单位：亿元，%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
东北	2.50	18.84	3.80	13.51	4.20	12.70	5.00	14.93
华北	7.05	53.13	5.59	19.88	13.42	40.59	12.62	37.68
华南	1.90	14.30	5.39	19.17	5.36	16.21	6.55	19.56
西南	1.82	13.72	13.33	47.40	10.08	30.49	9.32	27.83
合计	13.27	100.00	28.12	100.00	33.06	100.00	33.49	100.00

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，2022 年 3 月末，中铝保理前十大客户保理资产余额占比为 89.76%，第一大客户占比为 23.89%。中铝保理前十大客户中，集团外客户数量及占比较 2020 年末均有所下降，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 8 家，余额占比为 70.65%。

图表 20. 2022 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	8.00	23.89%	否
东北轻合金有限责任公司	5.00	14.93%	是
铁融国际融资租赁（天津）有限责任公司	4.67	13.94%	否
上海宝冶集团有限公司	3.00	8.96%	否
中国建筑第七工程局有限公司	2.70	8.06%	否
中国二冶集团有限公司	1.74	5.20%	否
西部矿业集团有限公司	1.42	4.24%	否
中铝长城建设有限公司	1.40	4.18%	是
中远海运租赁有限公司	1.08	3.22%	否
国药控股（中国）融资租赁有限公司	1.05	3.14%	否
合计	30.06	89.76	-

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 2022 年 3 月末，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，中铝保理目前资金主要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，目前中铝保理集团内业务项目定价相对较低，综合收益率在 3.8%-5.8 左右；集团外业务综合收益率在 5%-6.5% 左右，较上年略有下降。

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 2022 年 3 月末，中铝租赁保理资产余额为 6.11 亿元，占其期末生息资产余额的 8.14%。中铝租赁的前五大保理客户均为国有融资租赁公司。

图表 21. 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	18383.45	国有企业	有追康富租赁
国药集团融资租赁有限公司	17681.78	国有企业	有追国药租赁
诚泰融资租赁（上海）有限公司	10000.00	国有企业	有追诚泰租赁
华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司	8143.14	国有企业	有追华宝租赁
同煤漳泽（上海）融资租赁有限责任公司	6846.65	国有企业	晋能控股煤业集团有限公司担保
合计	61055.02	-	-

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，初始注册资本 3000 万元，成立时一次性缴齐，由中铝资本和建信（北京）投资基金管理有限责任公司（简称“建信基金”）分别持股 51% 和 49%。2021 年 11 月建信基金退出投资，中铝资本持股比例变更为 100%；同年 12 月，

中铝资本向中铝建信增资，中铝建信注册资本变更为 3500 万元；截至 2022 年 3 月末，中铝建信注册资本未再发生变化。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，上述基金分别于 2021 年 2 月和 2018 年 3 月完成清算。截至 2022 年 3 月末，中铝建信无存续在管基金。2021 年以来，公司积极推动中铝建信业务转型，布局证券投资业务，目前尚处于内部研讨阶段，暂未开展对外投资。

中铝创投成立于 2017 年，由中铝资本全资成立，初始注册资本 1000.00 万元。2021 年 12 月中铝资本对中铝创投增资，中铝创投注册资本增至 5000.00 万元，目前实缴 3000 万元。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本未再发生变化。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。2021 年，中铝创投注销北京嵘鑫嘉成股权投资中心（有限合伙）及玉环市骏鑫太证股权投资基金合伙企业（有限合伙）两只基金，同时清算退出中铝智鑫科技股权私募投资基金，实现退出收益 1755.39 万元。截至 2022 年 3 月末，中铝创投旗下有 3 只存量在管私募股权基金，总规模 12.00 亿元，主要聚焦于新材料、高端制造等行业，目前均处于设立初期。2021 年，扬州仪征明鑫富诚股权投资合伙企业（有限合伙）及南京创熠悦鑫创业投资合伙企业（有限合伙）两只基金完成备案并开始实缴，全年完成对外投资共计 5500 万元。截至 2021 年末，宁波浙铝君融创业投资合伙企业（有限合伙）⁴（以下简称“君融基金”）实缴规模合计 7.00 亿元，投资项目 12 个，对外投资规模合计 3.91 亿元。中铝创投在管基金所投项目目前均处于投资初期，尚未产生分红收益。

图表 22. 2022 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	公司认缴	公司实缴	投向
宁波浙铝君融创业投资合伙企业（有限合伙）	中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司	2019/12/16	10.00	7.00	0.00	0.00	重点投资于军民融合行业下的军用能源、半导体芯片、碳纤维和耐高温新材料等领域中具有技术先进性、已有成型产品或已有推入市场的成型产品的项目。
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	0.50	0.50	0.25	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）	中铝创新发展股权投资基金管理（北京）有限公司	2019/12/19	1.00	0.40	0.50	0.20	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%

资料来源：中铝资本

注：公司认缴及公司实缴规模中含中铝资本认缴及实缴出资额。

2021 年 12 月，中铝资本联合中铝集团、中铝股份、中国铝业集团高端制造股份有限公司、农银金融资产投资有限公司、中国铜业有限公司等作为有限合伙人，以中铝创投及农银资本管理有限公司为普通合伙人，共同设立中铝穗禾有色金属绿色低碳创新发展基金（北京）合伙企业（有限合伙）（暂定名，以下简称“中铝绿色低碳基金”）。中铝绿色低碳基金总规模 300 亿元、首期规模 60 亿元，已完成集团审批并报国资委履行备案程序。中铝绿色低碳基金将整合金融机构、产业资本、地方政府、国家级基金等多方资源，以节能减排、能源消费结构优化、智慧运营智能制造、再生资源、轻量化材料、碳治理等为投资方向。

⁴ 君融基金出资人结构中，中铝创新开发投资有限公司认缴 3.00 亿元，已实缴 2.10 亿元。中铝创新开发投资有限公司为中铝集团控股的企业，其中中铝集团持股 80.51%，中铝股份持股 19.49%。

(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 2022 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的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。2021 年末，中铝保险经纪净资产总额为 1.00 亿元，总资产总额为 1.49 亿元，营业收入为 0.65 亿元，净利润为 0.40 亿元，分别较上年末或上年同期增长 0.15 亿元、0.50 亿元、0.18 亿元和 0.13 亿元。

云晨期货成立于 2002 年，为中铝资本的参股公司，截至 2022 年 3 月末，云晨期货注册资本为 3.00 亿元，云南铜业(集团)有限公司和中铝资本分别持股 60%和 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；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；同时，云晨期货将在满足基本条件的前提下启动资管业务申请资格，布局资管业务，拓宽业务边界。2021 年末，云晨期货的净资产为 4.19 亿元，总资产为 25.87 亿元，营业收入为 50.51 亿元，净利润为 0.04 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 2021 年末，中铝资本纳入合并范围的一级子公司共 6 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 workflow 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》、《会计核算办法》、《税务管理办法》、《银行账户、现金及银行存款管理办法》等相关制度，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 23. 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	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期借款	中铝资产经营管理有限公司	4.00	2.00	2.00
	中铝创新开发投资有限公司	4.10	2.00	-
	中铝资产控股有限公司	-	-	2.00
合计	-	8.10	6.00	4.00

资料来源：中铝资本

图表 24. 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	2019 年末	2020 年末	2021 年末
应收账款	中铝集团内关联企业	2.93	0.00	0.00
长期应收款		17.66	4.29	2.39
其他流动资产		6.47	15.26	9.51
一年内到期的非流动资产 ⁵		11.07	15.12	3.67

资料来源：中铝资本

图表 25. 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	2019 年末	2020 年末	2021 年末
应付账款	中铝集团内关联企业	0.49	0.40	0.24
其他应付款		0.19	0.15	0.35

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 2022 年 5 月 24 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 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 2020-2021 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 2021 年末，中铝资本经审计的合并口径资产总额为 152.86 亿元，负债总额为 90.98 亿元，所有者权益为 61.87 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 55.05 亿元）；当年实现营业总收入 7.86 亿元，净利润 3.98 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.31 亿元）。

截至 2022 年 3 月末，中铝资本未经审计的合并口径资产总额为 157.96 亿元，负债总额为 94.95 亿元，所有者权益为 63.01 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 55.97 亿元）；当期实现营业总收入 2.01 亿元，净利润 1.14 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.93 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

⁵ 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、应付债券、银行借款、永续期公司债和关联方借款。近年来，公司短期债务规模有所波动但维持在较高水平，存在一定资产负债期限错配风险。

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。近年来受偿还债权融资计划等其他权益工具影响，公司所有者权益略有下降。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司所有者权益分别为 63.94 亿元、62.59 亿元、61.87 亿元和 63.01 亿元。从所有者权益构成看，2021 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 6.82 亿元，较年初下降 6.89%；资本公积较年初减少 46.03 % 至 1.49 亿元，主要系公司 2021 年同一控制下合并滇鑫浦慧租赁使得期初资本公积增加 1.27 亿元，本期合并减少资本公积 1.27 亿元；未分配利润为 5.30 亿元，较年初增长 14.17%。2019 年 12 月，公司成功发行永续期公司债 5.00 亿元及北金所债权融资计划 5.00 亿元，计入其他权益工具；2020 年公司偿还该债权融资计划，截至 2021 年末，公司其他权益工具余额为 4.99 亿元。

随着业务的扩张，中铝资本负债规模呈逐年上升趋势，公司于 2019 年完成增资，当年资产负债率处于相对低位。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司合并口径负债总额分别为 56.75 亿元、80.82 亿元、90.98 亿元和 94.95 亿元，资产负债率分别为 47.02%、56.36%、59.52% 和 60.11%。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以及保理板块项目投放期限的拉长，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，公司流动负债占比有所波动，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动负债占比分别为 60.45%、79.91%、75.16% 和 76.02%。2020 年末，公司流动负债占比增幅较大，主要系公司当年长期借款规模大幅下降；2021 年，随着公司本部发行公司债券，流动负债占比略有下降。

中铝资本流动负债主要为短期借款、其他流动负债和应付票据。2021 年末，公司短期借款、其他流动负债和应付票据占流动负债的比重分别为 44.99%、43.15% 和 9.56%，短期借款主要为公司本部的银行借款、融资租赁及保理业务的银行借款及关联方借款，2021 年末，短期借款规模为 30.76 亿元，其中关联方借款占比为 13.00%，较年初上升 1.43 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，2021 年末其他流动负债余额为 29.51 亿元，其中短期应付债券余额 29.31 亿元，较年初进一步上升。2020 年，中铝租赁及公司本部开始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。2022 年 3 月末，公司短期借款、其他流动负债和应付票据余额分别为 35.17 亿元、29.17 亿元和 6.60 亿元，占流动负债的比重分别为 48.73%、40.41% 和 9.14%。

中铝资本的非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2021 年末，公司长期借款和应付债券占非流动负债的比重分别为 71.93% 和 22.61%。其中，长期借款主要由租赁及保理板块的质押借款和公司本部的银行借款组成；2021 年末，公司长期借款规模为 16.26 亿元，较年初增长 23.98%。公司应付债券为本部于 2021 年公开发行的公司债券，当期末余额为 5.11 亿元。2022 年 3 月末，公司长期借款和应付债券余额分别为 15.91 亿元和 5.46 亿元，占非流动负债的比重分别为 69.88% 和 23.96%。

中铝资本本部的负债结构与合并口径负债结构一致。2021 年末，公司本部流动负债余额 57.40 亿元，占本部负债的比重为 82.52%，较年初下降 8.46 个百分点，主要系当年公司本部长借款规模上升。公司本部流动负债主要分布于短期借款、应付票据和其他流动负债，2021 年末余额分别为 21.00 亿元、6.60 亿元和 29.31 亿元，占本部流动负债的比重分别为 36.59%、11.50%和 51.06%；本部非流动负债主要分布于长期借款和应付债券，2021 年末长期借款和应付债券余额分别为 6.21 亿元和 5.11 亿元，占本部非流动负债的比重分别为 51.06%和 42.04%。

图表 26. 中铝资本财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元，%）

资金来源构成	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动负债	34.30	64.59	68.38	72.18
非流动负债	22.44	16.23	22.60	22.77
所有者权益	63.94	62.59	61.87	63.01
资产负债率	47.02	56.36	59.52	60.11

资料来源：中铝资本

从刚性债务看，2019-2021 年末，中铝资本刚性债务分别为 63.36 亿元、81.78 亿元和 93.03 亿元，分别占年末负债的 94.96%、95.30%和 96.93%⁶，刚性债务主要由超短期融资券、应付债券、金融机构借款、关联方借款、应付票据和永续债组成。近年来，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 2021 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、应付票据和应付债券规模分别为 29.31 亿元、43.02 亿元、4.00 亿元、6.60 亿元和 5.11 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。2019-2021 年末，公司短期刚性债务占比分别为 48.83%、76.07%和 71.67%，占比提升较快且维持在高位。从承债主体看，中铝资本刚性债务主要集中在本部、租赁和保理板块，其中本部为最主要的承债主体。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，公司成功发行可续期公司债 5.00 亿元及北金所债权融资计划 5.00 亿元，计入其他权益工具，2020 年公司偿还该债权融资计划。2022 年 3 月末，公司刚性债务规模为 91.13 亿元，较年初略有下降。

图表 27. 中铝资本刚性债务期限结构（单位：亿元）

	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期借款	20.94	34.57	30.76	35.17
应付票据	-	4.44	6.60	6.60
长期借款	22.44	13.11	16.26	15.91
超短期融资券	10.00	23.20	29.31	23.00
应付债券	-	1.46	5.11	5.46
其他权益工具	9.98	4.99	4.99	4.99
合计	63.36	81.78	93.03	91.13
其中：关联方借款	8.10	4.00	4.00	-

资料来源：中铝资本

注：2022 年一季度，公司关联交易相关数据未披露，故标为“-”。

⁶刚性债务占负债比重=刚性债务/（总负债+其他权益工具）

图表 28. 2021 年末中铝资本刚性债务分布情况

项目	合并	本部	中铝租赁	中铝保理
短期借款	30.76	21.00	5.96	4.30
应付票据	6.60	6.60	-	-
长期借款	16.26	6.21	36.36	22.03
超短期融资债券	29.31	29.31	-	-
应付债券	5.11	5.11	-	-
其他权益工具	4.99	4.99	-	-
合计	93.03	73.22	42.32	26.32

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持续上升，且短期债务占比较高，需关注公司短期内偿债压力。2019-2021 年末，公司刚性债务占总资产的比重分别为 52.50%、57.02% 和 60.86%。

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 2022 年 3 月末，公司合并口径共获得各银行授信额度 287.00 亿元，其中尚有 198.00 亿元未使用。

或有负债方面，根据中铝资本审计报告，截至 2021 年末公司无需披露的其他对外担保及或有负债。

(2) 现金流分析

2019-2021 年及 2022 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 3.93 亿元、3.20 亿元、6.21 亿元和 0.88 亿元。2021 年，公司经营活动现金净流量同比增长 93.98%，主要系公司本部产生的经营活动现金净流量同比增长较多。

2019-2021 年及 2022 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 -11.32 亿元、-26.45 亿元、-12.11 亿元和 4.45 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。

2019-2021 年及 2022 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 10.70 亿元、10.12 亿元、8.85 亿元和 3.59 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。

2021 年，中铝资本本部经营活动、投资活动及筹资活动现金净流量分别为 8.71 亿元、-11.84 亿元和 6.15 亿元。得益于当年本部经营活动现金流入量的增加和流出量的减少，2021 年公司本部经营活动现金净流量由负转正；投资活动流入流出均较去年同期增长，整体表现为投资活动现金净流出较去年减少；受当年偿还债务支出现金增多影响，2021 年公司本部筹资活动现金净流入同比下降。

2019-2021 年，中铝资本 EBITDA 分别为 3.66 亿元、4.42 亿元和 5.43 亿元。公司刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度较小。

图表 29. EBITDA 和经营性净现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.06
非筹资性现金净流入量与流动负债比率（%）	-24.47	-47.01	-8.87
非筹资性现金净流入量与负债总额比率（%）	-12.16	-33.79	-6.87

资料来源：中铝资本

（3）资产质量分析

随着业务的不断发展，中铝资本资产规模保持增长。公司资产主要分布在租赁业务产生的应收融资租赁款、保理业务产生的应收保理款以及对外投资产生的长期股权投资，目前流动资产占比相对较高，短期来看，资产流动性相对较好。但随着保理业务期限的拉长以及租赁业务的发展，资产期限结构的稳定性有待观察。

随着各板块业务的持续发展，中铝资本资产规模逐年增长，2019-2021 年末，公司合并口径资产总额分别为 120.68 亿元、143.41 亿元和 152.86 亿元。2019-2021 年末，公司流动资产占比分别为 54.88%、53.31%和 53.63%。同期末，公司流动比率分别为 193.06%、118.37%和 119.87%。2022 年 3 月末，公司合并口径总资产为 157.96 亿元，其中流动资产占比为 57.88%，较年初有所上升，流动比率为 126.66%。

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，2021 年末，上述资产占流动资产比重分别为 19.57%、26.51%和 52.34%。2021 年末，公司货币资金余额 16.04 亿元，其中包括中铝租赁和中铝保理存放在中铝财务有限责任公司（以下简称“中铝财务”）的货币资金 3.74 亿元。其他流动资产主要为公司本部的委托贷款和中铝保理的应收保理款，2021 年末，公司其他流动资产余额为 21.71 亿元，较年初增长 23.96%，主要系委托贷款的增长，当年末委托贷款与应收保理款余额分别为 14.80 亿元和 6.66 亿元。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，2021 年末，一年内到期非流动资产余额为 42.90 亿元，其中应收保理款为 8.68 亿元、应收融资租赁款为 34.23 亿元。2022 年 3 月末，公司流动资产为 91.42 亿元，较年初增长 11.53%。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、长期股权投资和其他非流动资产构成。2021 年末，上述资产占非流动资产总额的比重分别为 54.55%、26.38%和 13.69%。其中，长期应收款主要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 2.28 亿元，持股比例为 40%，对农银汇理股权投资的帐面余额为 7.93 亿元，持股比例为 15%；对中铝财务的股权投资的账面余额为 8.42 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，2021 年末账面价值为 0.07 亿元，持股比例 40.00%。非流动资产主要为中铝租赁的预付融资租赁资产款及中铝保理的一年期及以上的保理款项，2021 年末，公司其他非流动资产余额 9.70 亿元，其中融资租赁款与应收保理款余额分别为 0.41 亿元和 9.29 亿元。2022 年 3

月末，公司非流动资产为 66.53 亿元，较年初下降 6.14%，非流动资产结构较年初无明显变化。

从本部资产结构来看，2021 年末，中铝资本本部资产总额 120.74 亿元，其中流动资产 84.88 亿元，占总资产的比重为 70.30%。公司本部的流动资产主要分布于货币资金、其他应收款和其他流动资产，2021 年末货币资金、其他应收款和其他流动资产余额分别为 7.16 亿元、14.86 亿元和 61.98 亿元，占本部流动资产的比重分别为 8.43%、17.50% 和 73.02%。公司本部其他应收款和其他流动资产主要为对中铝租赁和中铝保理应收款项，其中应收中铝租赁的款项合计 45.55 亿元（包括中铝租赁对公司的长期借款 26.27 亿元和应付往来款 19.27 亿元），应收中铝保理的款项合计 24.10 亿元（包括中铝保理对公司的长期借款 22.00 亿元和应付往来款 2.10 亿元）。公司本部非流动资产主要为长期股权投资，2021 年末公司本部长期股权投资余额 34.77 亿元，占本部非流动资产的比重为 96.97%。

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。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现营业总收入 4.96 亿元、5.59 亿元、7.86 亿元和 2.01 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保持在较高水平，但呈现下降趋势。保理业务板块收入随投放规模增长，规模及占比均呈现增长态势。2021 年，公司租赁业务、保理业务、保险经纪业务及其他业务营业收入分别为 5.11 亿元、1.87 亿元、0.63 亿元和 0.25 亿元，分别占营业收入的 65.07%、23.78%、7.97% 和 3.18%。其中其他业务收入主要包括基金业务收入及房租收入，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，2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司投资净收益分别为 0.97 亿元、1.28 亿元、1.28 亿元和 0.35 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，2021 年，公司获得的云晨期货、农银汇理和中铝财务分红收入分别为 400.00 万元、3000.00 万元和 2638.95 万元。

图表 30. 中铝资本营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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	3.57	71.82	3.92	70.13	5.11	65.07	1.18	58.73
商业保理板块	0.91	18.42	1.22	21.87	1.87	23.78	0.56	27.97

项目	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保险经纪板块	0.43	8.62	0.44	7.93	0.63	7.97	0.19	9.65
其他业务板块	0.05	1.13	0.00	0.07	0.25	3.18	0.07	3.65
合计	4.96	100.00	5.59	100.00	7.86	100.00	2.01	100.00
其中：关联交易	2.48	49.98	1.92	34.34	1.32	16.76	-	-

资料来源：中铝资本

注：2022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逐年上升。2019-2021年及2022年第一季度，公司营业总成本分别为3.11亿元、2.66亿元、4.50亿元和0.86亿元。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。2019-2021年及2022年第一季度，公司毛利率分别为64.51%、56.13%、50.47%和44.80%，毛利率逐年下降。期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用及财务费用，2021年末，公司管理费用占营业收入比重为8.01%，较上年下降3.73个百分点。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，2019年公司计提资产减值准备0.51亿元。2020年，公司转回减值准备0.23亿元，主要为租赁板块转回减值准备。2021年公司执行新金融工具准则，当年计提信用减值损失0.17亿元。公司信用减值损失主要由中铝租赁应收融资租赁款信用减值损失和中铝保理应收账款信用减值损失构成，2021年，上述信用减值损失分别计提859.51万元和810.90万元。

图表 31. 中铝资本营业成本和毛利率构成（单位：亿元，%）

项目	2019年		2020年		2021年		2022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	1.26	64.55	1.99	49.25	2.96	42.04	0.74	37.35
商业保理板块	0.42	53.63	0.41	66.82	0.82	56.30	0.31	45.82
保险经纪板块	0.07	82.95	0.06	87.33	0.09	85.07	0.02	88.30
其他业务板块	0.00	79.63	0.00	72.61	0.00	92.57	0.04	41.75
合计	1.76	64.51	2.45	56.13	3.89	50.47	1.11	44.80

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现一定的波动性。2019-2021年及2022年第一季度，公司净利润分别为2.53亿元、3.58亿元、3.98亿元和1.14亿元；2019-2021年，公司总资产报酬率分别为3.39%、3.34%和3.35%，净资产收益率分别为5.39%、5.66%和6.40%。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。

外部支持

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，前身可追溯到1979年成立的冶金部有色金属司（总局），后经历了中国有色金属工业总公司、国家有色金属工

业局、中国三大有色金属集团公司、中国铝业公司等几个阶段，于 2017 年 12 月 16 日由中国铝业公司改制更名为现名，注册资本人民币 252 亿元。

中铝集团是国内有色金属行业的最大生产企业，公司产品已经涉及铝、铜、稀有稀土金属等各领域上下游。主要从事矿产资源开发、有色金属冶炼加工、相关贸易及工程技术服务等。中铝集团是目前全球第一大氧化铝生产商、全球第一大电解铝生产商、铜业综合实力位居全国第一、亚洲规模最大的铅锌企业。中铝集团现有所属骨干企业 68 家，业务遍布全球 20 多个国家和地区，旗下中国稀有稀土股份有限公司、中国铝业股份有限公司、中铝国际工程股份有限公司等 6 家控股子公司在境内外上市。截至 2021 年末，中铝集团资产总额合计 6244.43 亿元，所有者权益合计 2291.29 亿元（其中归属母公司的净资产规模为 1,026.74 亿元）。2021 年实现营业收入 5186.48 亿元，净利润 199.75 亿元。

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。

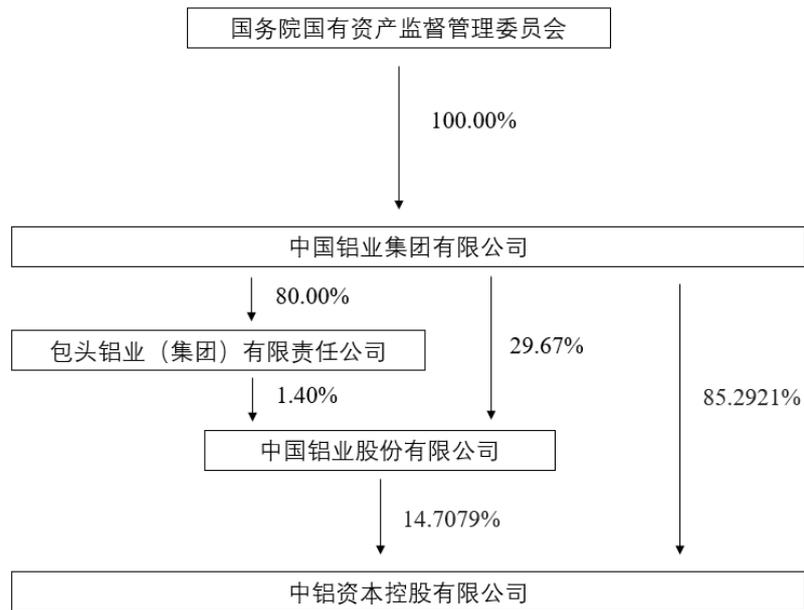
跟踪评级结论

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，但收入及盈利占比不断下降；保理和保险经纪保理业务板块收入随投放规模增长，规模及占比均呈现增长态势；基金业务尚未有实质性开展，整体收入及盈利贡献较小。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：

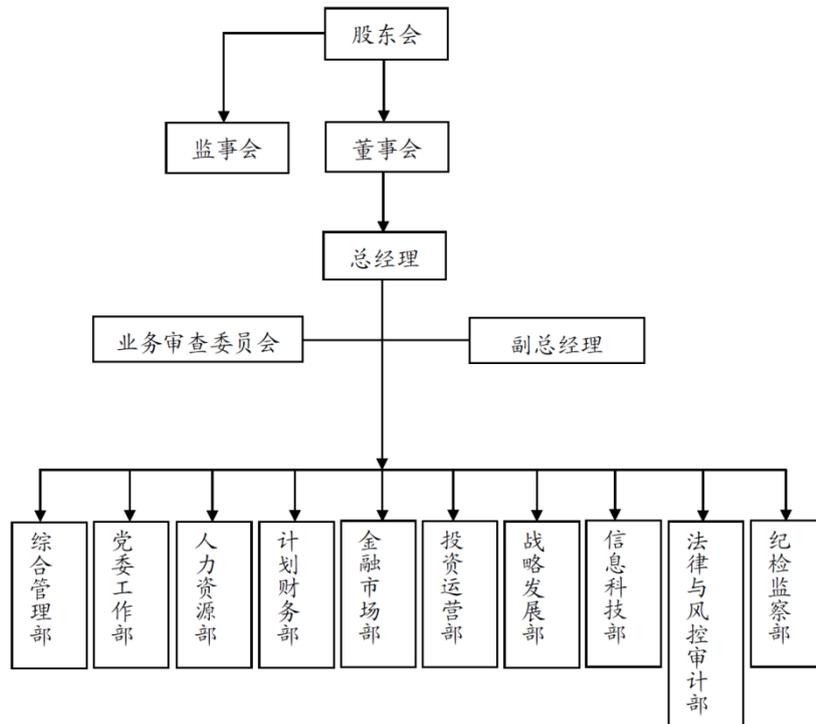
公司与实际控制人关系图



注：根据中铝资本提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021 年（末）主要财务数据（亿元）			
全称	简称			所有者权益(万元)	营业收入(万元)	净利润(万元)	经营活动现金净流入量(万元)
中铝融资租赁有限公司	中铝租赁	75.00	融资租赁	192443.06	51137.06	18585.57	33319.49
中铝商业保理（天津）有限公司	中铝商业保理	65.62	贸易融资	58819.74	18753.98	5457.49	4146.41
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	3721.74	14.85	86.78	-400.61
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	3202.57	304.45	99.14	98.09
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	10021.58	6261.96	3963.09	-

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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	120.68	143.41	152.86	157.96
货币资金 [亿元]	26.42	13.08	16.04	24.96
刚性债务[亿元]	63.36	81.78	93.03	91.13
所有者权益[亿元]	63.94	62.59	61.87	63.01
营业总收入[亿元]	4.96	5.59	7.86	2.01
净利润[亿元]	2.53	3.58	3.98	1.14
EBITDA[亿元]	3.66	4.42	5.43	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.93	3.20	6.21	0.88
投资性现金净流入量[亿元]	-11.32	-26.45	-12.11	4.45
资产负债率[%]	47.02	56.36	59.52	60.11
长期资本固定化比率[%]	63.04	84.95	83.92	77.56
权益资本与刚性债务比率[%]	100.91	76.54	66.51	69.14
流动比率[%]	193.06	118.37	119.87	126.66
速动比率[%]	192.70	118.22	119.50	126.40
现金比率[%]	77.01	22.03	24.82	35.88
利息保障倍数[倍]	6.10	—	108.03	—
有形净值债务率[%]	88.76	129.13	147.14	150.78
营运资金与非流动负债比率[%]	142.24	73.12	60.11	84.52
应收账款周转速度[次]	0.41	1.54	285.52	—
固定资产周转速度[次]	285.70	5.49	3.90	—
总资产周转速度[次]	0.05	0.04	0.05	—
毛利率[%]	64.51	56.13	50.47	49.41
营业利润率[%]	61.52	79.29	62.60	75.35
总资产报酬率[%]	3.39	3.34	3.35	—
净资产收益率[%]	5.39	5.66	6.40	—
净资产收益率*[%]	5.08	5.38	6.00	—
营业收入现金率[%]	111.75	101.18	105.77	106.27
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.00	6.48	9.34	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.46	4.66	7.23	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.47	-47.01	-8.87	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.16	-33.79	-6.87	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.12	—	118.20	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.06	—

注 1：表中数据根据中铝资本经审计的 2019-2021 年度审计报告及 2022 年第一季度未经审计的财务报表数据整理计算，其中 2020 年（末）数据取自 2021 年审计报告年初数或上年数；

注 2：表中刚性债务含计入所有者权益的永续债。

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	7
		盈利能力	9
		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	4
		负债结构与资产质量	7
		流动性	2
		个体风险状况	
	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	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月10日	AA+/稳定	王隽颖、宫晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月28日	AA+/稳定	王隽颖、宫晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
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	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月10日	AA+	王隽颖、宫晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月28日	AA+	王隽颖、宫晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (21中铝01)	历史首次评级	2021年5月31日	AA+	王隽颖、宫晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	前次评级	-	-	-	-	-
	本次评级	2022年6月28日	AA+	王隽颖、宫晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-

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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。