



中国铝业股份有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0260 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 24 日

本次跟踪发行人及评级结果	中国铝业股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 中铝 G3”、“20 中铝 01”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国铝业股份有限公司（以下简称“中国铝业”或“公司”）资源储备丰富、产业链完整、规模优势显著、保持了较高的盈利及获现水平、资本结构大幅优化以及畅通的融资渠道等方面的优势对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到有色金属行业价格波动较大及西南地区项目的供电等因素对公司利润产生影响以及海外业务面临一定风险等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，中国铝业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：主要金属产品价格超预期下行，或成本攀升，大幅侵蚀利润水平；受电力供应等因素影响，主要产品产量远低于预期；资本支出超预期，大幅推高债务水平导致偿债能力弱化；海外经营突发严重不利情况等。	
正 面		
■ 公司拥有集铝土矿—氧化铝—电解铝—铝合金一体化的完整产业链，且国内外铝土矿资源储备丰富 ■ 公司综合实力位居全球铝行业前列，氧化铝及电解铝生产规模优势显著 ■ 公司保持了较高的盈利及获现水平，且随着债务的压降，财务杠杆水平进一步优化 ■ 银行可使用授信充足，A+H上市公司，融资渠道畅通		
关 注		
■ 有色金属行业价格波动较大及西南地区项目供电等因素对公司利润产生影响 ■ 海外业务面临一定经营风险		

项目负责人：陈田田 ttchen@ccxi.com.cn
 项目组成员：任嘉琦 jqren@ccxi.com.cn
 李洁鹭 jlli@ccxi.com.cn

评级总监：
 电话：(010)66428877
 传真：(010)66426100

财务概况

中国铝业（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,248.63	2,123.48	2,117.56	2,136.17
所有者权益合计（亿元）	896.98	877.54	988.89	1,033.64
负债合计（亿元）	1,351.65	1,245.93	1,128.67	1,102.52
总债务（亿元）	1,047.69	957.59	872.26	792.91
营业总收入（亿元）	2,988.85	2,909.88	2,250.71	489.56
净利润（亿元）	113.17	108.43	125.84	40.49
EBIT（亿元）	197.30	171.79	186.13	--
EBITDA（亿元）	302.91	281.53	296.70	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	352.32	278.06	270.41	35.78
营业毛利率(%)	12.27	11.47	12.90	15.34
总资产收益率(%)	8.77	7.86	8.78	--
EBIT 利润率(%)	6.60	5.90	8.27	--
资产负债率(%)	60.11	58.67	53.30	51.61
总资本化比率(%)	54.58	52.76	47.38	43.89
总债务/EBITDA(X)	3.46	3.40	2.94	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.42	7.14	8.73	--
FFO/总债务(X)	0.29	0.27	0.28	--

注：1、中诚信国际根据中国铝业提供的其经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他权益工具中的带息债务。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	资源量与储量 (金属量, 万吨)	主要产品产量 (万吨)	营业 总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)	资产负债率 (%)
紫金矿业	资源量： 铜：7,456 金：2,998（吨） 锌铅：1,068 碳酸锂：1,347	矿产铜：101 冶炼产铜：72.46 矿产金：68（吨） 冶炼加工及贸易金：249.5 （吨） 矿产锌（铅）：47	2,934.03	265.40	368.60	59.66
江西铜业	资源量： 铜：874.23 金：243.7（吨） 银：8,045.6（吨） 钼：16.4	铜精矿：20.20 阴极铜：209.73 铜加工：181.79 黄金：112.64（吨）	5,218.93	69.75	109.31	54.36
中国铝业	铝土矿（矿石量）： 资源量：23.00（亿吨） 储量：2.71（亿吨）	氧化铝：1,667 电解铝：679	2,250.71	125.84	270.41	51.61

中诚信国际认为，与同行业相比，中国铝业铝资源储备丰富，产业链完整，并保持了与可比企业类似的行业龙头地位；公司成本控制能力强，但电解铝为高能耗行业，成本优势弱于资源属性更为突出的可比企业。财务方面，受益于良好的经营获现能力，近年来中国铝业持续压降债务规模，资产负债率降至同行业较低水平。

注：“紫金矿业”（601899.SH）为“紫金矿业集团股份有限公司”简称；“江西铜业”（600362.SH）为“江西铜业股份有限公司”简称。各企业业务数据统计口径存在差异。

资料来源：中诚信国际整理

● 本次跟踪情况

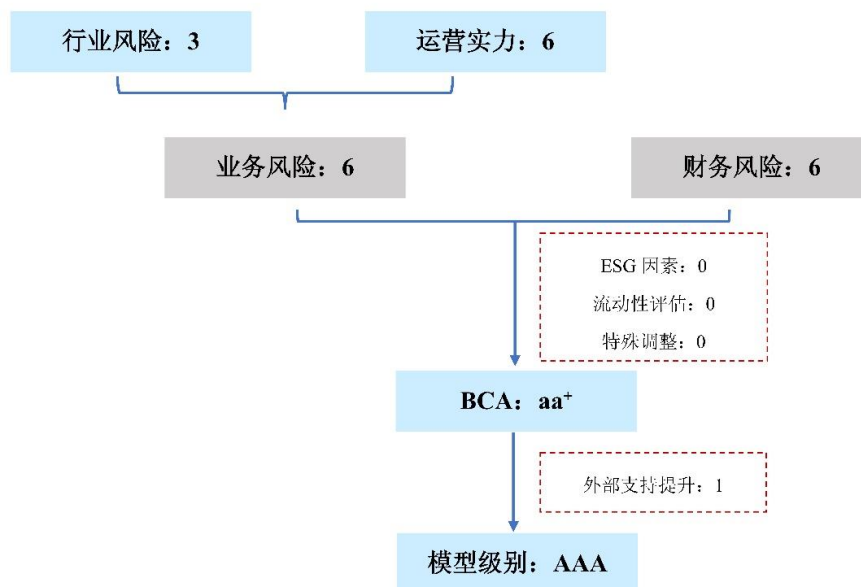
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 中铝 G3	AAA	AAA	2023/5/19 至本报 告出具日	20/20	2019/8/9~2029/8/9	--
20 中铝 01	AAA	AAA	2023/5/19 至本报 告出具日	5/5	2020/3/5~2025/3/5	--

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
中国铝业	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/5/19 至本报告出具日

● 评级模型

中国铝业股份有限公司评级模型打分(C050000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司控股股东中国铝业集团有限公司（以下简称“中铝集团”）是中国最大的有色金属央企之一，作为控股股东旗下核心资产，其对公司的支持意愿很强。此外，公司亦在海外资源开发、融资及税收等方面享有较多政策及股东支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，有色金属行业属于周期性行业，与全球宏观经济及流动性状况关系密切，整体波动较大，需持续关注产品价格变化情况对企业盈利能力及行业信用水平分化影响。

铝

电解铝方面，截至 2023 年末，我国电解铝建成产能为 4,443 万吨/年，较上年增加 13 万吨/年；其中，山东、内蒙古及新疆三地电解铝合计产能占全国总产能的 44.9%，但近年来环保政策趋严，多项电解铝项目逐步向清洁能源富集区域转移，2023 年末云南电解铝产能占比进一步提升至 13.0%。产量方面，2023 年我国电解铝产量同比增长 3.3%至 4,166 万吨，当年新投产能均为产能置换后新建投产项目，复产产能主要来自于近年来由于限电、生产事故而减产的项目，但以水电为主的西南地区由于来水减少使得电力紧张加剧，铝企减产频发，且新建项目的投产进度亦有所放缓，全年来看电解铝产量增长有限。价格方面，2023 年上半年，能源价格下跌使得成本大幅下降，叠加生产缓慢恢复而需求萎靡不振，铝价运行重心继续下移，但 7 月以来随着美欧加息落地，国内宏观情绪回暖，铝价震荡上行，年末涨至 2,300 美元/吨以上。2023 年全年 LME 三月期铝及 SHFE 三月期铝均价分别为 2,288 美元/吨和 18,473 元/吨，同比分别下降 15.7%和 6.9%。2024 年一季度，对于美联储降息预期的升高利好基本金属价格的上涨，3 月末，LME 三月期铝收于 2,335 美元/吨，SHFE 主力合约收于 19,710 元/吨，国内外铝价整体呈震荡上行态势。

氧化铝方面，截至 2023 年末，全国氧化铝建成产能为 109,335 万吨/年，比上年年末增加 380 万吨/年，新增产能分布在山东、山西、河北、广西等地。产量方面，新增产能投产带动 2023 年氧化铝产量同比增加 3.15%至 8,227 万吨，全年氧化铝整体供应短缺 57 万吨，市场呈供需紧平衡状态。价格方面，2023 年开年随着国内消费复苏，铝价有所上涨，但海外高利率及美欧加息落地使得市场情绪低迷，叠加需求下降消费承压，铝价走势偏弱。全年来看，多空影响因素并存使得铝价整体呈震荡走势，2023 年全年国内现货氧化铝均价为 2,916 元/吨，同比下降 0.9%。

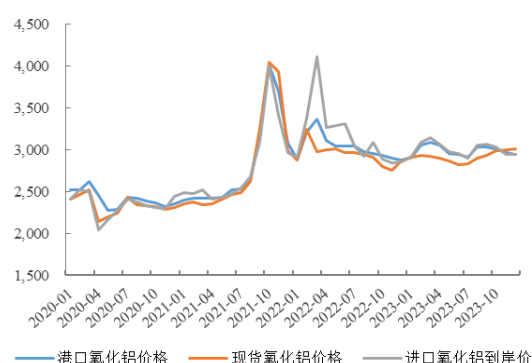
2023 年，煤炭、阳极、氧化铝等能源和原辅料价格均呈下行走势，电解铝成本自高点有所下降，综合铝价走势与生产成本来看，据安泰科统计，2023 年我国电解铝行业平均成本为 16,478 元/吨，同比下降 6.8%，全年吨铝平均利润约为 2,220 元，同比下降 3.1%。

图 1：近年来国内外铝价走势情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

图 2：近年来我国氧化铝现货价格走势（元/吨）



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

中诚信国际认为，中国铝业产能规模领先，行业龙头地位稳固，铝土矿资源储量丰富，完整的产业链有助于体系内的利润留存，成本控制能力强，贸易及能源板块对主业形成良好补充。但需关注海外业务的风险以及行业政策、成本、电力供应及有色金属价格变化对公司后续生产经营及盈利情况的影响。

2023 年以来公司产权结构无较大变化，高级管理人员职位变动¹对公司生产经营无显著影响，新设及处置子公司对业务结构无重大影响，战略方向明确且具有可持续性。

截至 2024 年 3 月末，中铝集团直接持有公司 29.95% 的股份，并通过其附属公司间接持有公司股份，合计持股比例为 31.34%，为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）持有中铝集团 90.00% 股权，为公司实际控制人。

2023 年，公司部分下属子公司注销、破产清算，同期亦围绕主业新设数家子公司；另外，为盘活低效资产，增加公司营运资金，2024 年 3 月，公司拟将所持中铜矿产资源有限公司 6.68% 股权转让至中国铜业有限公司²。整体来看，新设及处置子公司对业务结构无重大影响。

跟踪期内，公司战略方向明确且具有可持续性。公司构建“3×5”产业发展格局³，致力于打造矿产资源特强的压舱石、科技创新特强的主力军、高端先进材料特强的顶梁柱、绿色低碳低成本数智化特强的引领者，着力优化产业结构和能源消耗结构、提升成本竞争力和经营业绩，不断增强行业影响力、控制力、抗风险能力，建成布局合理、运营高效，具有全球竞争力、创新力的世界一流铝业公司。

2023 年，公司综合实力位居全球铝行业前列，主业突出，产业链完整，铝土矿资源储备丰富，氧化铝及电解铝生产规模优势显著，且整体成本控制能力强，但需关注行业政策及成本、价格变化对公司生产经营的影响。

公司是我国有色金属行业头部企业，综合实力位居全球铝行业前列，现已形成铝土矿—氧化铝—电解铝—铝合金的完整铝产业链。作为资源型企业，公司在国内外拥有多个铝土矿探、采矿权，

¹ 因工作调整，原董事长刘建平先生于 2023 年 7 月辞去公司董事长、执行董事及在董事会下设各专业委员会中的一切职务，2023 年 9 月，公司选举通过董建雄先生为公司第八届董事会董事长。

² 2024 年 3 月，公司公告称拟通过协议转让方式将所持有的中铜资源 6.68% 股权转让给中国铜业，交易对价为前述股权经评估后价值约人民币 32,760.73 万元。中国铜业将以现金支付本次交易对价。本次股权转让完成后，公司将不再持有中铜资源股权。

³ 做优铝土矿、氧化铝、电解铝三大核心主业，做专高纯铝、铝合金、精细氧化铝三个核心子产业，做精炭素、煤炭、电力三个配套产业，做强贸易、物流、物资三个协同产业，做实赤泥利用、再生铝、电解危废协同处置三个绿色产业。

2023 年，公司开展铝土矿资源获取专项行动，新增国内铝土矿资源量 2,100 万吨；截至 2023 年末，公司控制的铝土矿资源量约为 23.00 亿吨，国内铝土矿资源拥有量位居全国第一⁴，其中广西教美年产 200 万吨铝土矿项目⁵自 2022 年 7 月投运以来持续稳定供矿，海外几内亚 Boffa 矿资源储量丰富⁶且剩余可采年限长，2023 年公司自有矿山铝土矿产量同比增长 9.03%至 3,042 万吨，铝土矿自给率维持在 60%左右。整体看，公司资源保障程度高，但海外项目易受当地政治、经济、文化等因素的影响，需持续关注海外项目进展情况。

2023 年以来，公司保持领先的产能规模及突出的行业地位，氧化铝、电解铝、高纯铝、精细氧化铝、铝用阳极及金属镓的产能均位居全球第一。截止 2023 年末，公司氧化铝年产能较上年末无变化；子公司完成电解铝产能指标收购⁷，同期末电解铝产能有所提升。此外，公司正在积极推进广西华晟二期 200 万吨氧化铝项目及青海分公司 50 万吨电解铝项目等，未来产能有望进一步增长；同时，公司加快发展精细高纯铝基新材料业务，子公司内蒙古华云新材料有限公司在包头新建 42 万吨轻合金材料项目目前已开工建设。2022 年，公司将云南铝业股份有限公司（以下简称“云铝股份”，000807.SZ）纳入合并范围后同业竞争问题尚未解决⁸，需对该事项进展保持持续关注。

表 1：截至 2023 年末公司氧化铝、电解铝产能分布情况（万吨/年）

氧化铝企业名称	氧化铝年产能	电解铝企业名称	电解铝年产能
中铝中州铝业有限公司	305	内蒙古华云新材料有限公司	74.0
中铝山西新材料有限公司	260	包头铝业有限公司	55.0
中铝矿业有限公司	241	中国铝业连城分公司	52.3
中铝山东有限公司	227	兰州铝业有限公司	42.0
中国铝业广西分公司	221	山西中铝华润有限公司	49.7
山西华兴铝业有限公司	200	中铝山西新材料有限公司	42.0
广西华昇新材料有限公司	200	中国铝业青海分公司	40.0
贵州华锦铝业有限公司	160	贵州华仁新材料有限公司	50.0
遵义铝业股份有限公司	100	遵义铝业股份有限公司	36.0
中铝集团山西交口兴华科技股份有限公司	90	云南铝业股份有限公司 ⁹	304.0
中国铝业重庆分公司	80	--	--
中国铝业郑州有色金属研究院有限公司	2	--	--
云南铝业股份有限公司	140	--	--
氧化铝产能总计	2,226	电解铝产能总计	745.0

注：电解铝产能统计口径为合规产能，非建成产能。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产量方面，2023 年公司氧化铝产量同比减少 5.50%，主要系下属部分氧化铝生产企业生产组织方式调整所致。同期，电解铝产量同比保持稳定，其中，受下游来水偏枯、电力供应短缺等因素影响，云南、贵州实施降负荷压减产能措施，当期云铝股份电解铝产量下降¹⁰；2023 年 2 月，公司位于贵州的电解铝厂亦短暂出现限电情况，中诚信国际将持续对西南地区限电政策对公司生产经营

⁴ 国内平果矿、贵州矿、遵义矿等矿山合计拥有铝土矿资源量为 5.39 亿吨。

⁵ 教美矿于 2022 年 7 月初提前建成投运，设计开采资源量为 2,656 万吨。

⁶ Boffa 项目总投资约为 7.06 亿美元，2021 年实现产运销全流程贯通，产品主要供给公司位于广西和山东的氧化铝企业；截止 2023 年末，Boffa 矿拥有铝土矿资源量 17.61 亿吨，项目产能为 1,500 万吨/年。

⁷ 贵州华仁与山东南山铝业股份有限公司（以下简称“南山铝业”，600219.SH）签署了《电解铝产能指标交易协议书》，南山铝业将其拥有的 10 万吨电解铝产能指标转让至贵州华仁，交易总价为 6.63 亿元（含税）。

⁸ 公司已于 2023 年 12 月 8 日向云铝股份出具了《关于避免与云南铝业股份有限公司同业竞争承诺延期的函》，承诺在 2028 年 12 月 31 日前，运用资产重组、股权置换、业务调整、委托管理等证券监管部门及相关规定认可的方式，妥善解决与云铝股份的同业竞争问题。

⁹ 为实现资产保值增值，2023 年 8 月，根据云铝股份公告，拟将其 10 万吨电解铝产能指标转移至中国铝业股份有限公司青海分公司。

¹⁰ 云南省于 2023 年一季度、四季度分别实施了两轮能效管理降低用电负荷。

营的影响保持关注。2024 年一季度，公司氧化铝及电解铝产量同比均有所提升。

表 2：近年来公司氧化铝、电解铝产销情况

	2021	2022	2023	2024.1~3
氧化铝：				
产量（万吨）	1,753	1,764	1,667	425
对外销量（万吨）	611	523	652	150
对外平均销售价格（元/吨）	2,825	3,025	--	--
电解铝：				
产量（万吨）	637	688	679	178
其中：云铝股份电解铝产量（万吨）	230	260	240	64
销量（万吨）	629	685	680	176
平均销售价格（元/吨）	19,099	19,639	--	--

注：2021 年度数据经追溯调整，统计口径包含云铝股份。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年，公司通过开展全要素对标进行降本增效，氧化铝综合能耗、铝液综合交流电耗、发电机组供电煤耗均创历史最好水平，消耗降本效果明显。制造成本方面，2023 年，受益于矿石、液碱等原辅料价格下降，公司氧化铝制造成本有所下降。电力方面，2023 年公司自备电供应比例提升至 22.2%，网电占比有所下降，叠加原燃材料价格的下降，当期电解铝制造成本下降至约 14,000~14,500 元/吨（不含税），领先于行业平均水平。此外，公司加大新能源布局力度，且全产业链生产所包含的关联采购可增加公司体系内的利润留存，综合成本控制能力强。但双碳政策的推行对电解铝企业的能源结构、综合电耗等均提出更高要求，仍需关注行业政策及成本、价格变化对公司生产经营的影响。

2023 年，公司降低低毛利贸易业务量，贸易业务利润贡献有所提升，整体风险较为可控；能源板块保持平稳经营态势，利润贡献略有下降。

贸易方面，公司降低低毛利贸易业务量，2023 年贸易板块未经合并抵消的收入下降 28.35%；受益于收回历史上已计提的坏账准备账款及国内物流业务同比增利，贸易板块税前利润同比增长近 10%至 18.57 亿元。贸易风险控制方面，公司采取事前、事中、事后的风险管控方式；同时，为应对价格波动风险，会进行期货对冲；整体来看风险管控机制健全，风险较为可控。

能源方面，2023 年，中铝宁夏能源集团有限公司（以下简称“宁夏能源”）生产接续平稳，当期煤炭产量同比增长 21.51%至 1,305 万吨；同期完成外售电厂发电量（不含自备电厂）162 亿千瓦时，同比变化不大。受煤炭价格回落以及新能源发电业务同比减利影响，当期能源板块利润贡献同比略有下降。2024 年一季度，能源板块生产运行平稳，当期煤炭产量及外售电厂发电量同比略有增加。

重大项目主要集中于产品产能扩建项目以及新能源电力项目建设，总投资规模较大，未来仍有一定资本开支需求。

2023 年以来，公司持续推进产能扩建项目及新能源电力项目建设，其中，2023 年 8 月，宁夏银星能源股份有限公司（以下简称“银星能源”）向特定对象发行股票募集资金总额 13.68 亿元，主要用于宁东光伏发电项目建设。整体看，公司总投资规模较大，未来仍有一定资本开支需求。

表 3：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	2023 年投入金额	工程累计投入占预算比例	资金来源
包头铝业三期项目	30.26	11.19	49%	自筹和借款
广西华昇二期工程 200 万吨氧化铝项目	42.50	6.75	16%	自筹和借款
云铝股份 15 万吨交通用铝型材项目	30.42	--	11%	自筹和借款
路西硅铝合金新技术推广示范项目	31.99	0.002	5%	自筹和借款
银星能源宁东 250 兆瓦光伏复合发电项目	8.36	5.37	86%	自筹和借款
矿山排泥库接替项目	4.99	1.71	35%	自筹
遵义铝业深度节能技术升级改造项目	4.91	4.13	84%	自筹
贵州华仁 2023 年复工复产电解槽技术改造项目	3.97	3.76	95%	自筹
铝土矿伴生资源高效回收利用产业化示范项目	3.21	1.48	46%	自筹
其他	--	23.54	--	--
合计	160.61	57.93	--	--

注：截至 2023 年 6 月末，银星能源宁东 250 兆瓦光伏复合发电项目已并网发电。

资料来源：公司年报

财务风险

中诚信国际认为，2023 年中国铝业利润保持在较高水平，且受益于良好的经营性现金回流，总债务规模进一步下降，杠杆比率持续优化。公司可通过其良好的盈利获现能力为债务付息提供保障，同时凭借其多重外部融资渠道及很强的融资能力实现到期债务接续，公司整体偿债能力很强。

盈利能力

2023 年，公司压降贸易业务规模使得贸易板块收入大幅下降；电解铝销售价格的下降令板块收入有所下降，叠加氧化铝销售价格及销量的下降，上述因素共同致使营业总收入下降 22.65%。尽管当期氧化铝销售价格下降使得板块毛利空间收窄，但受益于低毛利率的贸易业务收入占比降低以及电解铝生产成本下降提升利润空间，当期营业毛利率水平得以回升。当期新立项研发项目减少使得研发费用降幅较大，债务规模的下降及融资成本的优化亦使得财务费用有所下降，但公司营业收入降幅较大，期间费用率有所上升。同期，经营性业务利润有所下降，但减值损失规模下降¹¹，利润总额实现增长，盈利能力指标有所优化。2024 年第一季度，公司压降低毛利的贸易业务规模使得营业总收入同比降幅较大，但铝价上升使得公司盈利水平显著提升。

表 4：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
氧化铝	540.43	18.67	557.62	17.52	535.26	10.85	--	--
电解铝	1,185.09	17.80	1,384.66	12.78	1,253.12	13.20	--	--
贸易	2,527.13	0.61	2,588.54	1.11	1,854.81	1.41	--	--
能源	79.15	-4.39	93.23	39.37	92.56	39.10	--	--
营业总收入/营业毛利率	2,988.85	12.27	2,909.88	11.47	2,250.71	12.90	489.56	15.34

注：上述数据未进行合并抵消，2021 年数据经追溯调整。

资料来源：公司提供

资产质量

由于固定资产及使用权资产折旧规模较大，2023 年末非流动资产及总资产规模有所下降，非流动资产占比仍在 70%以上。流动资产方面，2023 年以来公司保持了很强的经营获现能力，年末

¹¹ 2022 年，公司计提较大规模资产减值损失，主要系对重庆分公司和全资子公司中铝中州铝业有限公司已停产的氧化铝资产计提的减值。

货币资金规模有所扩大，且受限比例低，流动性强。此外，公司加强原材料库存存货管理使得期末存货余额有所下降。2024 年一季度，受季节性备货影响，期末存货规模增长较快。

有息债务占总负债的比重较大，2023 年以来，公司持续压降总债务规模，期末总债务进一步下降，且以长期债务为主的债务结构较优。经营性负债以应付账款为主，主要为尚未结清的采购款，期末规模同比下降。权益方面，受益于利润积累，2023 年末所有者权益规模同比大幅增长，杠杆比率进一步优化。

现金流及偿债情况

2023 年，公司仍保持很强的经营获现能力；在建项目建设以及技改等持续投入使得购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金有所增加，叠加当期公司购买结构性存款到期收回同比减少的影响，投资活动现金流出规模大幅扩大；得益于自有资金较为充裕，公司外部融资需求持续降低，全年筹资活动现金保持净流出态势。

偿债能力方面，受益于债务规模的下降，2023 年主要偿债指标均有所优化，整体偿债能力保持在较好水平。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 2,965.52 亿元，其中尚未使用额度为 2,383.11 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司海内外资本流动畅通，由公司总部统筹跟踪下属子公司资金流向并适时进行归集。

表 5：近年来公司主要财务情况相关指标（亿元、%、X）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
研发费用	24.17	48.05	37.29	5.74
财务费用	42.74	35.05	29.72	6.97
期间费用率	3.88	4.41	5.10	4.83
经营性业务利润	226.27	179.23	156.25	46.83
资产减值损失	-50.56	-48.84	-7.55	-0.35
利润总额	141.86	132.09	150.91	47.92
总资产收益率	8.77	7.86	8.78	--
货币资金	210.85	192.60	211.04	204.03
存货	216.43	247.12	228.47	265.05
固定资产	1,164.08	1,069.97	1,002.90	988.08
使用权资产	113.94	98.39	89.62	86.89
资产总计	2,248.63	2,123.48	2,117.56	2,136.17
短期债务/总债务	31.11	36.72	39.79	30.16
总债务	1,047.69	957.59	872.26	792.91
总负债	1,351.65	1,245.93	1,128.67	1,102.52
未分配利润	69.03	101.81	158.51	180.81
所有者权益合计	896.98	877.54	988.89	1,033.64
资产负债率	60.11	58.67	53.30	51.61
总资本化比率	54.58	52.76	47.38	43.89
经营活动净现金流	352.32	278.06	270.41	35.78
投资活动净现金流	-17.48	-34.79	-111.81	17.04
筹资活动净现金流	-234.13	-270.38	-141.43	-51.04
总债务/EBITDA	3.46	3.40	2.94	--
EBITDA 利息保障倍数	6.42	7.14	8.73	--
FFO/总债务	0.29	0.27	0.28	--
货币等价物/短期债务	0.64	0.49	0.69	0.85

注：对于资产减值损失及信用减值损失，损失以“-”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 93.08 亿元，占当期末总资产的 4.40%。受限资产主要包括用于抵押取得银行借款的固定资产、无形资产 67.22 亿元，以及以信用证保证金、承兑汇票保证金为主的受限货币资金 20.64 亿元，整体资产受限程度可控。

截至 2023 年末，公司不存在影响正常生产经营的重大未决诉讼、仲裁事项，亦无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 2 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹²

假设

——2024 年，中国铝业各主要板块生产运行平稳，氧化铝、电解铝产量小幅增长，铝价维持高位震荡态势。

——2024 年，中国铝业在建项目仍保持一定的投资规模。

——2024 年，中国铝业仍保持很好的经营获现能力，对外融资需求进一步下降。

预测

表 6：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	52.76	47.38	42.55~44.68
总债务/EBITDA(X)	3.40	2.94	2.69~2.82

资料来源：中诚信国际

调整项

ESG¹³表现方面，中国铝业持续建立和完善 ESG 管理体系，注重可持续发展和安全管理，针对安全环保风险、双碳及用能结构风险等制定了相应解决措施，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，中国铝业经营获现能力强，未使用授信额度充足。同时，公司为 A+H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出主要用于维持企业日常经营的运转、债务还本付息及外部投资。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

¹² 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

¹³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

控股股东中铝集团是中央国有企业，在战略、产业协同和资金等多方面均为公司提供支持。

公司控股股东中铝集团是中国最大的有色金属央企之一，形成了以铝为主的轻金属、以铜为主的重金属、以及稀有金属和其他各种金属等业务全面发展的格局。公司作为中铝集团铝业务主要的经营主体，对其总体收入和利润贡献程度很高，并与其保持较高的关联度，在业务开展、产业协同和资金等方面获得股东有力支持，公司信用恶化对股东信誉影响很大，控股股东对公司支持意愿和支持能力均很强。跟踪期内，中铝集团基于对公司未来发展前景的信心和对公司长期投资价值的认可，同时为促进公司持续、健康、稳定发展，提升投资者信心，于 2023 年 10 月至 2024 年 1 月通过上海证券交易所交易系统增持公司 A 股股份 0.89 亿股，增持金额累计约人民币 4.998 亿元。此外，公司亦在海外资源开发、融资及税收等方面享有较多政策及股东支持。

跟踪债券信用分析

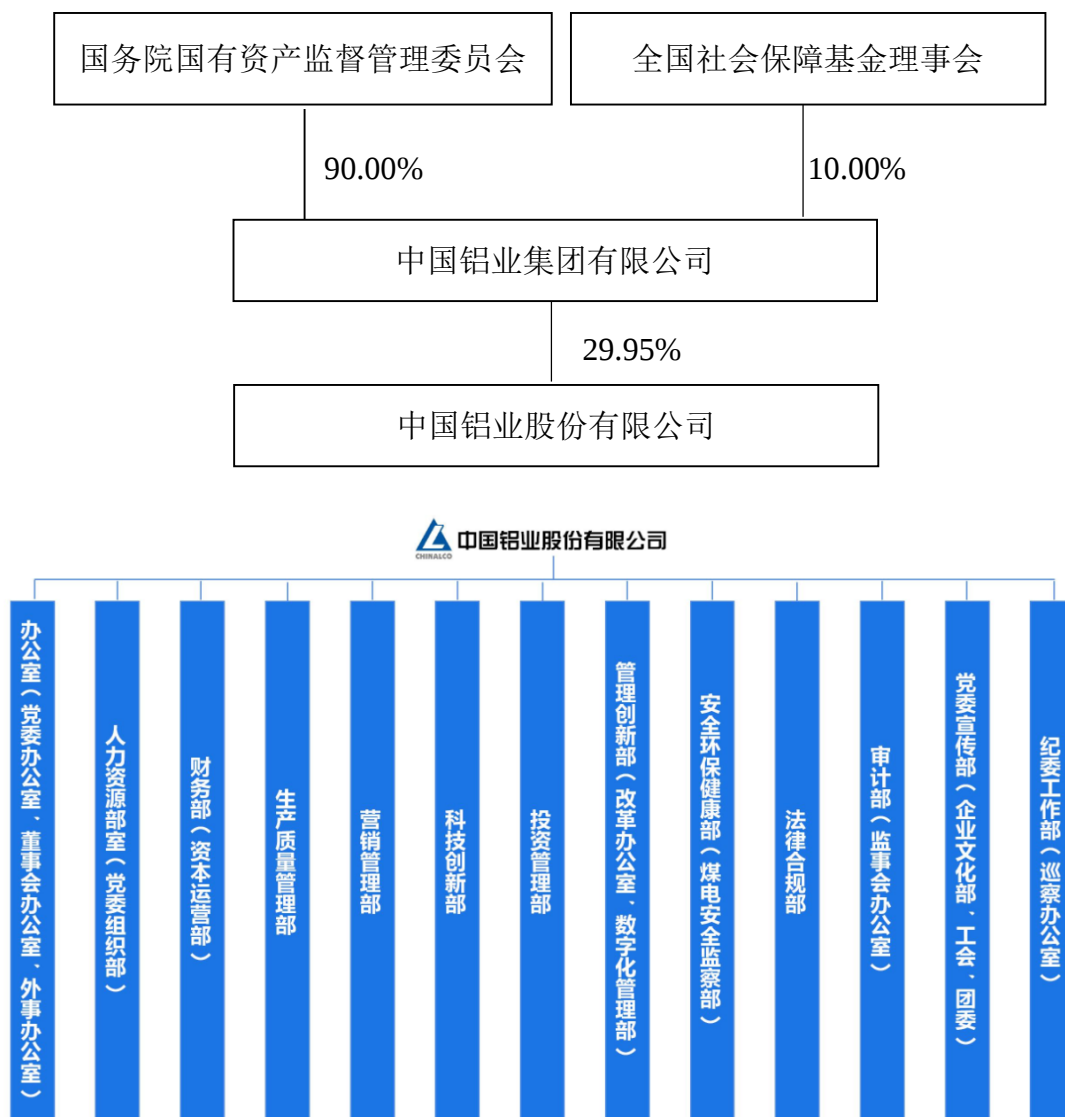
“19 中铝 G3”募集资金 20 亿元，“20 中铝 01”募集资金 5 亿元，扣除发行费用后所募集的资金用于置换公司债务或补充流动资金。截至 2023 年末，上述募集资金已全部按约定用途使用完毕。

“19 中铝 G3”、和“20 中铝 01”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面保持行业龙头地位，且近年来铝价维持高位，公司所处行业景气度较高，经营获现持续维持在较高水平，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势；另外，公司债务融资工具发行顺畅，从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国铝业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 中铝 G3”、和“20 中铝 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国铝业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



注：中铝集团通过附属公司包头铝业（集团）有限责任公司及中铝资产经营管理有限公司间接持有中国铝业 A 股股份及通过其附属公司中铝海外控股有限公司间接持有中国铝业 H 股股份。截止 2024 年 3 月 31 日，中铝集团连同其附属公司共持有公司股份 5,563,312,965 股，其中包括 5,384,722,965 股 A 股级 178,590,000 股 H 股，占公司已发行总股本的约 32.42%。

截至 2023 年末重要子公司列表

主要子公司名称	持股比例	营业总收入（亿元）
云南铝业股份有限公司	29.10%	426.69

资料来源：公司提供

附二：中国铝业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	2,108,460.70	1,925,993.30	2,110,358.10	2,040,334.50
应收账款	303,125.00	410,639.60	402,432.50	538,529.00
其他应收款	235,841.10	171,245.70	186,002.00	137,231.40
存货	2,164,265.40	2,471,232.20	2,284,713.50	2,650,473.60
长期投资	1,025,043.80	1,190,369.00	1,219,795.00	1,345,781.50
固定资产	11,640,804.60	10,699,685.80	10,029,001.30	9,880,810.60
在建工程	497,497.40	228,002.20	451,987.90	516,976.30
无形资产	1,747,205.60	1,689,021.00	1,747,633.10	1,728,480.00
资产总计	22,486,282.30	21,234,789.60	21,175,580.90	21,361,673.10
其他应付款	943,376.60	714,698.70	583,906.00	667,444.30
短期债务	3,259,637.10	3,516,203.90	3,471,027.40	2,391,667.30
长期债务	7,217,306.70	6,059,676.50	5,251,563.50	5,537,419.50
总债务	10,476,943.80	9,575,880.40	8,722,590.90	7,929,086.80
净债务	8,508,581.90	7,894,212.00	6,818,637.40	6,095,156.90
负债合计	13,516,525.50	12,459,341.20	11,286,667.00	11,025,228.60
所有者权益合计	8,969,756.80	8,775,448.40	9,888,913.90	10,336,444.70
利息支出	472,168.80	394,194.50	339,668.10	--
营业总收入	29,888,535.00	29,098,794.20	22,507,088.00	4,895,567.80
经营性业务利润	2,262,674.70	1,792,274.10	1,562,465.20	468,329.10
投资收益	-90,140.00	66,819.10	27,605.60	8,566.40
净利润	1,131,687.70	1,084,347.00	1,258,378.10	404,850.00
EBIT	1,972,973.30	1,717,916.90	1,861,337.40	--
EBITDA	3,029,084.70	2,815,298.80	2,966,984.50	--
经营活动产生的现金流量净额	3,523,221.70	2,780,618.80	2,704,098.10	357,806.20
投资活动产生的现金流量净额	-174,822.90	-347,930.70	-1,118,142.10	170,410.70
筹资活动产生的现金流量净额	-2,341,340.40	-2,703,774.90	-1,414,337.00	-510,415.20
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	12.27	11.47	12.90	15.34
期间费用率(%)	3.88	4.41	5.10	4.83
EBIT 利润率(%)	6.60	5.90	8.27	--
总资产收益率(%)	8.77	7.86	8.78	--
流动比率(X)	0.87	0.87	1.00	1.13
速动比率(X)	0.52	0.48	0.61	0.63
存货周转率(X)	12.12	11.11	8.24	6.72*
应收账款周转率(X)	98.60	81.54	55.36	41.62*
资产负债率(%)	60.11	58.67	53.30	51.61
总资本化比率(%)	54.58	52.76	47.38	43.89
短期债务/总债务(%)	31.11	36.72	39.79	30.16
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.30	0.26	0.28	0.18*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.95	0.70	0.70	0.60*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	7.46	7.05	7.96	--
总债务/EBITDA(X)	3.46	3.40	2.94	--
EBITDA/短期债务(X)	0.93	0.80	0.85	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.42	7.14	8.73	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.18	4.36	5.48	--
FFO/总债务(X)	0.29	0.27	0.28	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务，将其他权益工具中的永续债调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率 负债总额/资产总额
	总资本化比率 总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	现金周转天数 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余) EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
现金流	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估（BCA）等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn