



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪147 号

焦作万方铝业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其
贵公司已发行的“焦作万方铝业股份有限公司2011年公司
债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评
级委员会最后审定，将贵公司AA的主体信用评级和本期
债券AA的债项信用评级纳入信用评级观察名单。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月二十六日

焦作万方铝业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	焦作万方铝业股份有限公司		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2011/08/12~2016/08/11		
上次评级时间	2015/5/18		
上次评级结果	主体级别 债项级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别 债项级别	AA AA	列入信用评级观察名单

概况数据

焦作万方	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	43.26	47.28	47.64
总资产（亿元）	71.94	91.47	86.28
总债务（亿元）	19.60	29.33	32.80
营业总收入（亿元）	56.16	52.50	46.58
营业毛利率（%）	5.05	8.93	4.19
EBITDA（亿元）	6.74	8.12	3.37
所有者权益收益率（%）	6.08	7.54	-1.31
资产负债率（%）	39.86	48.31	44.79
总债务/EBITDA（X）	2.91	3.61	9.73
EBITDA 利息倍数（X）	5.09	6.91	2.03

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

焦作万方铝业股份有限公司（以下简称“焦作万方”或“公司”）主要从事电解铝业务。2015 年受铝价持续走跌影响，公司产品销量及售价同时下滑，导致业务收入规模减少。虽然公司电解槽技改成效的释放以及自建 2*30 万千瓦热电机组供电量的增加，公司耗电成本得到明显改善，但产品毛利仍明显下滑，整体盈利能力也表现出下降趋势。同时，因 2015 年万吉能源未能完成利润目标，公司已将万吉能源的股权剥离出去。此外，中诚信证评亦关注到行业产能过剩、公司债务规模持续扩大，自身偿债压力增加等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评将焦作万方 **AA** 主体信用和“焦作万方铝业股份有限公司 2011 年公司债券”**AA** 的债项信用等级列入信用评级观察名单。

正 面

- 原材料供应稳定。公司电解铝原材料氧化铝主要来源于股东东方铝业股份有限公司，其为国内电解铝龙头企业，双方按照比例价和市场现货价相结合的方式按月结算，该采购模式保证了公司稳定的原材料供应。
- 公司竞争力处于行业内领先水平，吨铝综合耗电和成本下降。随着公司电解槽技术改造的推进，公司吨铝耗电成本占比在 2015 年为 38.83%，同比下降 2.54 个百分点；同时，公司自建热电机组供热量增加，2015 年公司电力成本为 17.33 亿元，同比下降 10.35%。

关 注

- 铝价低迷对公司业务发展的影响。受铝价下跌影响，公司 2015 年实现营业收入 46.58 亿元，同比下降 11.26%，实现毛利率 4.19%，同比降低 4.74 个百分点，当年经营净亏损 0.63 亿元，公司经营压力较大。
- 偿债压力加大。2015 年公司的债务规模进一步扩大，截至 2015 年末，公司债务总额 32.80 亿元，较上年增长 11.83%，其中短期债务 15.71 亿元，较上年增加 7.09%，公司面临一定的短期偿债压力。

分 析 师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

余 岑 cyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 26 日



信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重要提示

为实现多元化经营，2014 年公司收购万吉能源 100% 股权，万吉能源主要从事能源及其他资源勘探、开发和技术服务业务。具体操作上，公司与万吉能源原控股方西藏吉奥高签署万吉能源的股权转让协议，转让金额为 17 亿元，而西藏吉奥高与大成基金管理有限公司等多家基金公司签署《上市公司股份转让协议》，受让上述基金公司持有的公司股份，故截止 2014 年 12 月末，西藏吉奥高持股比例为 17.56%，已成为公司第一大股东。西藏吉奥高承诺万吉能源在 2014 年度、2015 年度、2016 年度及 2017 年度，实现的净利润和经营活动产生的现金净额分别都不低于人民币 3,000 万元、35,000 万元、50,000 万元及 82,000 万元。2015 年 4 月开始西藏吉奥高筹划公司股权转让事宜，故公司股票处于停牌阶段。

由于 2015 年万吉能源未能完成利润目标，公司要求返还股权转让款及赔偿相应利息损失。2015 年 11 月 10 日，西藏吉奥高以“股权转让纠纷”为由对公司提起民事诉讼，2015 年 11 月 12 日本公司向焦作市中级人民法院提起民事反诉和申请保全。2015 年 12 月 31 日，焦作市中级人民法院作出判决：解除公司与西藏吉奥高签署的“拉萨经济技术开发区万吉能源科技有限公司 100% 股权转让协议”，西藏吉奥高返还公司股权款 17 亿元及赔偿相应利息损失，公司返还西藏吉奥高已缴纳的 2014 年度的利润加摊销款共计 3,931 万元，将万吉能源 100% 股权返还给西藏吉奥高。

行业分析

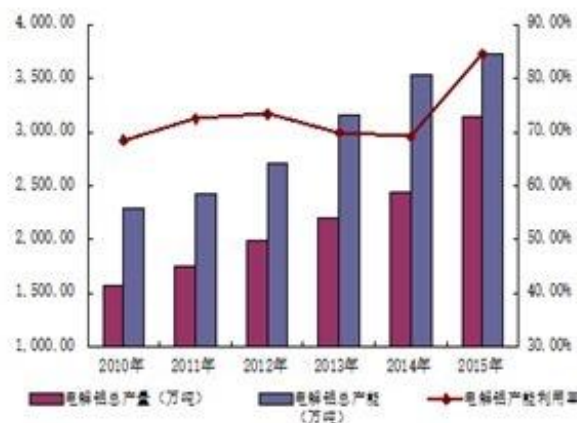
2015 年我国铝市场产能过剩矛盾依旧突出；铝价持续承压，年底国内铝价一度跌破万元大关，电解铝减产规模明显扩大，对 2016 年初铝价回升形成一定支撑

铝作为汽车生产、建筑和包装用铝的原材料，其应用范围仅次于钢材，在国民经济中占据非常重要的地位。

我国是世界第一大电解铝生产国和消费国，根据国际铝业协会的统计数据，2014 年我国铝冶炼产

能已占全球总量的 52%。从增长情况来看，全球电解铝的增长也主要在中国。据工信部统计，2015 年我国电解铝累计产量为 3,141 万吨，同比增长 8.40%。2014 年以来国内外铝价下跌空间不断扩大，铝冶炼企业经营压力进一步加大，我国多地有铝企业开始陆续减产，同期西北地区新增产能的投放时间低于市场预期，在存量下降、新增产能释放迟缓的影响下，我国电解铝产量增速维持在低位。根据国家统计局公布数据显示，2014 年国内电解铝市场减产产量较多，全年我国电解铝累计产量为 2,751.74 万吨，同比增加 8.17%，增速较 2013 年的 9.92% 明显下跌。2015 年我国电解铝累计产量为 3,141 万吨，同比增长 8.40%。进入 2015 年第四季度，由于铝价出现显著下跌，我国电解铝行业出现大规模减产，截至 2016 年一季度我国电解铝产量同比下降 3.00% 至 745 万吨，呈现负增长。

图 1：2010~2015 年我国电解铝产能利用情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从消费结构看，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，2015 年上述三大领域铝消费占比分别为 33%、14% 和 12%；铝材出口和耐用消费品占比约为 14% 和 11%。2015 年，我国宏观经济下行压力进一步增大，建筑、交通运输、电力等主要基础行业维持低迷态势，需求疲软，带动铝消费增速进一步放缓；同期，我国铝材出口量持续增加，成为拉动铝消费的主要动因之一。安泰科数据显示，2015 年我国电解铝消费约为 3,064 万吨，同比增长约 9%，增速回落 3 个百分点。长远来看，市场的刚性需求将逐步成为拉动铝消费增长的主要动力。

电解铝库存方面，2015 年一季度国内铝锭库存持续上涨至 120 万吨，供给压力较大；二季度开始由于步入消费旺季以及铝材出口量的增加，国内铝锭库存逐步下降；四季度以来由于消费端低迷，铝价大幅下跌使得减产规模不断扩大，年底铝锭库存降至约 70 万吨左右。考虑到国内较大的电解铝产能以及大部分电解铝厂向下游延伸拓展铝加工业务，所产电解铝部分内部消化，因此库存下降不足以直接说明市场出现短缺。此外，由于国内原铝产量居高不下，增加了国内市场的供应压力，也对进口需求形成打压。海关公布的数据显示，2015 年，我国进口原铝 15.29 万吨，同比大幅下降 43%。总体来看，2015 年受下游需求疲软影响，国内铝市场供应过剩压力依旧较大。预计未来一段时期，国内电解铝供过于求的状况仍将延续。

电解铝价格方面，一方面，国内电解铝价格跟随国际价格的走势；另一方面，受经济增长、成本变动及国内市场供需变化影响较大。近年来，我国电解铝产量增速虽逐年小幅下滑，但仍呈现持续增长态势，国内铝市场延续供应过剩格局。同时，由于国内电解铝出口需缴纳 17% 增值税和 15% 关税，国内过剩的原铝产品在国际市场无竞争力，国内铝价持续承压，2014 年全年 SHFE3 月期铝平均价格为 13,705 元/吨，同比下跌 6.1%，内盘走势明显弱于外盘。2014 年，国内、外铝市场呈现出割裂的供需格局。2015 年，全球铝市场消费增速相对疲软，同时随着供应压力的增大，铝价持续承压。2015 年，LME3 月期铝价格平均价格为 1,682 美元/吨，同比下跌 11%，创 6 年来新低。国内方面，2015 年以来我国铝市场继续延续供过于求格局，下半年供应压力加大同时需求疲软，四季度铝价出现大幅下跌，一度跌破万元关口，全行业亏损压力攀升、减产规模扩大，对 2016 年以来铝价企稳回升形成较大支撑。2015 年全年 SHFE3 月期铝平均价格为 12,300 元/吨，同比下跌 10.30%；其中 11 月曾下跌至 9,565 元/吨，跌破万元大关，为 1991 年以来第二低位；截至 2016 年 2 月底，SHFE3 月期铝价格回升至 11,265 元/吨。未来一段时期，随着新增产能的陆续释放及原有停产产能的复产，国内市场供过于求的局面难以改善，沪铝价格仍将维持低迷态势。

电力成本方面，电解铝属高耗能行业，电力成本约占电解铝生产成本的 40%~60% 左右，若电价每上调 0.01 元/度将增加电解铝生产成本 145 元/吨。2011 年以来国家发改委多次上调电价；2012 年以来电价维持在高位水平，电解铝生产企业电力成本高企，同时铝价低迷，致使众多铝企业经营困难。2015 年 4 月 8 日，国务院常务会议决定下调燃煤发电上网电价和工商业用电的价格，其中下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约 0.02 元，这一政策将对自备电比例低一类的电解铝生产企业形成一定利好。

总体看，虽然在国内经济重工业化特征背景下，中国对电解铝的需求增长空间较大。但不可忽视的是，受前几年大幅扩产的影响，短期内国内市场供过于求的局面难以改善，产能过剩矛盾较为突出，预计未来一段时间内国内电解铝价格将继续维持低迷态势。长期看，影响电解铝行业发展的因素是多方面的，未来供求变化、上游氧化铝和电力价格的波动以及相关产业政策的影响都可能对电解铝的价格和企业的盈利产生较大影响。

业务运营

公司主要从事电解铝行业，2014 年得益于万吉能源的成功收购，公司收入主要包括电解铝产品销售和油气勘探服务两块业务，但铝制品销售仍为公司主营业务；2015 年，由于万吉能源不再纳入合并报表范围，公司收入全部来自于电解铝行业。

表 1：2015 年公司收入结构情况

单位：亿元；%			
业务类型	收入	占比	毛利率
电解铝行业	46.58	100.00	4.19
合计	46.58	100.00	4.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电解铝板块

受铝价不断下跌影响，公司积极进行产品结构调整，整体产量基本稳定，产能利用率回升；推行的新型电解槽技术改造发挥成效，吨铝综合电耗进一步下降

公司主要产品包括铝锭、铝液和铝合金棒，为应对国内铝价仍处于持续下降趋势，公司不断提升

中高端铝合金产品比重，产品结构得到优化，整体产量基本维持稳定，2015 年公司三类产品产量合计 44.21 万吨，较上年度增加 0.10 万吨，三类产品产量均稍有增长，2015 年公司产能利用率为 105.26%，同比上升 5.01 个百分点。

表 2：2013~2015 年公司铝产品生产情况

单位：万吨、%

	2013	2014	2015
产品产量	44.64	44.11	44.21
其中：铝锭	8.61	7.91	8.08
铝液	31.21	31.24	29.26
铝合金棒	4.82	4.96	6.87
产能利用率	106.29	100.25	105.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司目前拥有三条 280KA 大型预焙阳极电解铝生产线和一条高性能铝合金生产线。其中，高性能铝合金生产线，于 2011 年 3 月开始投产，而三条 280KA 大型预焙阳极电解铝生产线分别于 2000 年、2003 年和 2007 年建成投产。2011 年起为节约电解铝生产过程中的电量消耗并控制成本，公司开始对原先的电解槽进行技术改造，将其逐步替换为 201 槽。本次技改共涉及 558 台电解槽，总支出约 3.63 亿元，采取逐年替换的方式，预计将于 2017 年完成全部技改工作。截止 2015 年末，公司合计推广新型阴极结构电解槽（包括 201 槽和磁流体稳定技术及新型阴极结构电解槽）356 台，实际支出约 1.65 亿元。

近年来，公司技改成效不断显现，耗电成本逐年下滑，2013~2015 年吨铝耗电占比分别为 46.13%、41.38%和 38.84%，随着未来新型电解槽推广数量的不断增加，公司电耗成本有望进一步减少。

表 3：2013~2015 年公司吨铝成本占比情况

单位：%

占比	氧化铝	耗电成本	折旧	其他
2013	33.62	46.13	3.00	17.26
2014	37.69	41.38	3.25	17.68
2015	38.37	38.84	3.01	19.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司氧化铝产品采购自股东方，公司原料供应较为稳定，随着自建火力发电机组发电量不断增加，公司购电费用呈现下降态势，整体生产成本显著降低

电解铝行业成本集中于氧化铝采购和电力消耗。公司氧化铝主要采购自公司股东中国铝业股份有限公司（以下简称“中国铝业”），提货地点为中国铝业中州分公司，距离公司厂区仅十几公里。公司与中国铝业每月进行结算，当月价格按比例价和市场现货价相结合的方式，其中，比例价按照上月上海期货交易所三月期铝结算价的加权平均价的 17.3%，比例权重为 40%；市场现货价为安泰科、中营网、百川资讯三家机构国内氧化铝现货报价的算术平均值，市场现货价权重占 60%。此外，公司还需承担氧化铝的运费，由于厂区距离提货点较近，运费相对较小。

公司近年来的电力采购主要来自于电网、焦作金冠嘉华电力有限公司（以下简称“金冠嘉华”）和焦作万方电力有限公司（以下简称“万方电力”），其中万方电力为公司全资子公司。2011 年万方电力投资建设 2*30 万千瓦热电机组，原固定资产停止使用，并计提资产减值准备，新热电机组建设周期为 2 年。故 2011~2012 年公司依赖电网和金冠嘉华供电，近年来电力价格不断攀升，公司购电支出较大。2013 年起万方电力恢复供电，2014~2015 年发电量逐年增加，由于自供电价格相对较低，公司购电成本逐年下降。

表 4：2013~2015 年公司电力采购量情况

单位：亿千瓦时

购电渠道	2013	2014	2015
年用电总量	60.81	60.40	60.55
其中：电网	15.31	5.44	5.49
金冠嘉华	12.09	11.54	10.50
万方电力	33.40	43.39	44.56

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：2013~2015 年公司电力成本及其占比情况

单位：亿元、%

年份	电力成本	占营业成本比重
2013	24.46	46.16
2014	19.33	40.43
2015	17.33	38.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受电解铝市场供过于求及有效需求不足的影响，公司产品销量和价格均出现下滑，主营业务收入减少，毛利空间明显下降

受市场影响，公司近三年电解铝产品产量和销量均出现下滑，营业收入持续下滑，2015 年公司实际销售产品合计 44.20 万吨，较上年度减少 0.18 万吨，其中铝锭、铝液和铝合金棒的销量分别为 8.06 万吨、29.26 万吨和 6.88 万吨。受销量和市场价格同时下降影响，公司电解铝产品销售收入减少，2015 年实现营业收入 45.58 亿元，较上年度减少 10.68%。

表 6：2013~2015 年公司电解铝产品销售收入情况

单位：亿元

产品类型	2013	2014	2015
铝锭	10.76	9.43	
铝液	38.16	35.59	29.69
铝合金棒	6.30	6.01	7.31
合计	55.22	51.03	45.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2013~2015 年公司电解铝产品销量情况

单位：万吨

产品类型	2013	2014	2015
产品销量	44.64	44.38	44.20
其中：铝锭	8.59	8.16	8.06
铝液	31.21	31.25	29.26
铝合金棒	4.84	4.97	6.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售区域方面，公司目前仍以河南省内销售为主，2015 年公司在河南省内实现营业收入 41.34 亿元，占总收入的 88.75%。公司客户较为稳定，前五大客户销售金额占销售总额的 55.80%。

表 8：2013~2015 年公司电解铝行业销售区域占比情况

单位：亿元、%

区域	2013		2014		2015	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
省内	43.60	78.96	40.59	79.54	41.34	88.75
省外	11.62	21.04	10.44	20.46	5.24	11.25
合计	55.22	100.00	51.03	100.00	46.58	100.00

注：省内外系指河南省内外

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

表 9：2015 年公司电解铝产品前五大客户情况

单位：亿元、%

客户名称	销售金额	销售占比
焦作市圣昊铝业有限公司	7.20	15.45
焦作协力铝业发展有限公司	5.35	11.48
焦作市万方集团有限责任公司	5.11	10.97
焦作鑫万铝业有限公司	4.49	9.65
焦作市铝鑫铝业有限公司	3.84	8.25
合计	25.99	55.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为解决公司营业收入下降对利润的影响，公司积极控制供电和原料成本，新型电解槽技改的成效发挥及万方电力供电量的增加，使公司成本得到有效控制，但仍未带动毛利率上升。2015 年电解铝板块实现营业收入 45.58 亿元，毛利率为 4.19%，较上年度下降 3.57 个百分点。

表 10：2013~2015 年公司主营业务收入毛利情况

单位：亿元、%

	2013	2014	2015
收入	55.22	51.03	46.58
毛利率	4.45	7.76	4.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

油气勘探板块

公司为拓宽业务渠道，收购万吉能源拟开拓油气勘探板块业务，2015 年万吉能源未能完成利润目标，公司要求返还股权转让款及赔偿相应利息损失

因有色铝冶炼行业产能过剩，国家对铝冶炼行业实施宏观调控，限制铝冶炼产能的继续扩张。公司于 2014 年 8 月收购万吉能源 100% 股权，拟拓宽公司业务范围，涉足国际油气资源开发。

由于 2015 年万吉能源未能完成利润目标，本公司要求返还股权转让款及赔偿相应利息损失。公司于 2015 年 11 月 10 日收到焦作市中级人民法院传票，西藏吉奥高以“股权转让纠纷”为由对本公司提起民事诉讼，2015 年 11 月 12 日公司向焦作市中级人民法院提起民事反诉和申请保全，2015 年 12 月 31 日，焦作市中级人民法院依法做出一审判决解除西藏吉奥高与焦作万方于 2014 年 8 月 15 日签订的《拉萨经济技术开发区万吉能源科技有限公司 100% 股权转让协议》，判决于 2016 年 1 月 16 日生效。

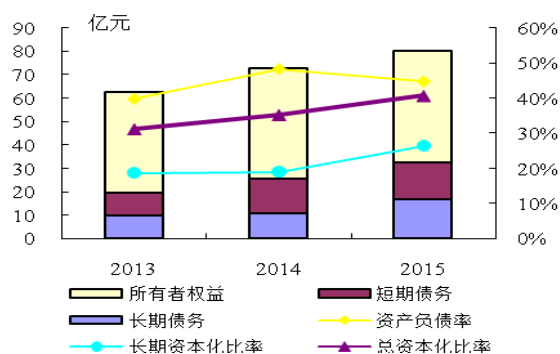
财务分析

以下财务分析是基于公司提供的 2013 年经安永华明会计师事务所审计，以及 2014~2015 年经亚太(集团)会计师事务所审计，并出具标准无保留意见的审计报告，所有财务数据均为合并报表口径。在 2015 年财务报表中，焦作万方将“融资租赁款”记入“长期应付款”科目中，中诚信证评在相关财务指标计算时将其计入长期债务。

资本结构

2015 年，公司返还万吉能源股权导致资产和负债规模均有所下降。截止 2015 年末，公司资产总额 86.28 亿元，同比下降 5.67%；负债总额 38.64 亿元，同比下降 12.55%；资产负债率为 44.79%，同比下降 3.52 个百分点。

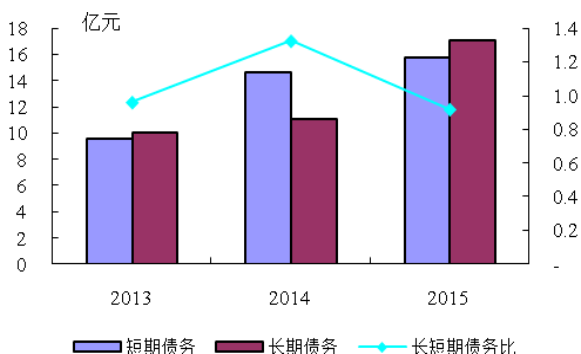
图 2：2013~2015 年公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从债务结构来看，2015 年公司债务总额合计 32.80 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 15.71 亿元和 17.08 亿元，长期债务规模有所增加系公司将“融资租赁款”记入“长期应付款”科目中，中诚信证评在相关财务指标计算时将其计入长期债务。整体来看，截至 2015 年底，长短期债务比 0.92，较 2014 年有所下降，长短期债务规模基本持平。

图 3：2013~2015 公司债务结构分析



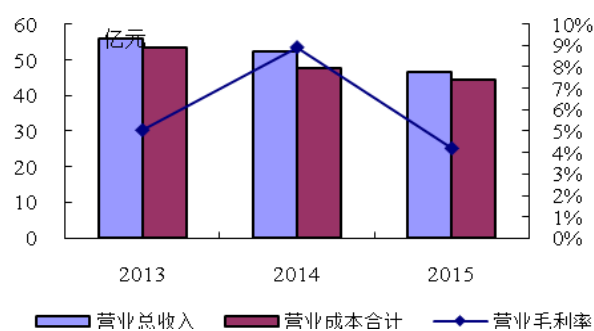
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司剥离油气勘探业务致使资产、负债规模减小；公司债务规模有所增加，但长短期债务比有所改善，财务结构较为稳健。

盈利能力

2015 年受铝价进一步走低的影响，公司营业收入持续下滑，当年共实现营业收入 46.58 亿元，同比减少 11.26%。虽然公司实现电解槽技改成效释放及自供电量增加，供电结构优化，公司电解铝产品中电力成本得到有效控制，营业成本下降 6.64 个百分点，但 2015 年公司营业毛利率仍较上年度下降 4.74 个百分点，为 4.19%。

图 4：2013~2015 年公司收入成本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司期间费用较上年度稍有增加，其中财务费用同比增加 33.49%，主要系本期银行借款、融资租赁费用等付息债务增加所致；得益于铝锭地域销售结构优化，公司运费明显减少，2015 年销售费用同比减少 46.25%；管理费用减少 9.46%。总体来看，2015 年虽销售费用和管理费用支出均有所减少，但财务费用大幅增加，公司费用控制力度下滑，导致三费支出增加。

图 11：2013~2015 年公司三费分析

单位：亿元			
	2013	2014	2015
销售费用	0.20	0.24	0.13
管理费用	1.24	1.28	1.16
财务费用	1.20	1.27	1.70
三费合计	2.64	2.79	2.98
营业总收入	56.16	52.50	46.58
三费收入占比	4.70%	5.32%	6.41%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司期间费用增加在一定程度上削弱了自身盈利空间，且 2015 年铝价持续下滑，公司盈利能力降低，2015 年公司出现净亏损 0.63 亿元。

总体来看，虽然新型电解槽技改成效释放和自建发电机组供电量增加有效缓解外部购电压力，公司电耗成本得到有效改善，但受当年销量和单价同时下滑影响，公司主营收入规模持续下滑，经营出现亏损。

偿债能力

2015 年相比于 2014 年，银行贷款的增加致使公司的债务规模继续增长。截止 2015 年末，公司债务总额 32.80 亿元，较上年度增加 11.83%，其中短期债务和长期债务分别为 15.71 亿元和 17.09 亿元，长短期债务比为 0.92。

由于中诚信证评在相关财务指标计算时将“融资租赁款”计入长期债务，故 2015 年公司的长期债务有明显上涨。总体来看，公司长短期债务规模均处于持续扩大的态势。

从 EBITDA 构成来看，受铝价显著下跌的影响，公司营业收入和利润总额大规模下降，带动 EBITDA 规模大幅下降，2015 年公司 EBITDA 为 3.37 亿元，较上年下降 58.50%，带动公司当年 EBITDA 利息保障倍数降至 2.03 倍。同时公司债务规模的扩大，总债务/EBITDA 指标增长至 9.73 倍，公司盈利能力对债务本息保障能力明显下降。

从现金流来看，2015 年由于公司本期应付票据、信用证到期支付，导致经营活动现金流净额同比降低 102.64%，降至-0.43 亿元。投资活动现金流净额同比上升 94.91%，为-1.19 亿元。当年经营性活动产生的现金流净额为负值，其对债务的保障能力亦大幅下降，当年经营净现金流/总债务比例为 -0.01 倍。

表 12：2013~2015 年公司主要财务指标

	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	9.61	14.67	15.71
长期债务（亿元）	9.99	14.66	17.09
长短期债务比	0.96	1.00	0.92
总债务（亿元）	19.59	29.33	32.80
经营性净现金流（亿元）	-0.33	16.43	-0.43
经营净现金流/短期债务（X）	-0.03	1.12	-0.03
经营净现金流/总债务（X）	-0.02	0.56	-0.01
EBITDA（亿元）	6.74	8.12	3.37
总债务/EBITDA	2.91	3.61	9.73
EBITDA 利息倍数（X）	5.09	6.91	2.03

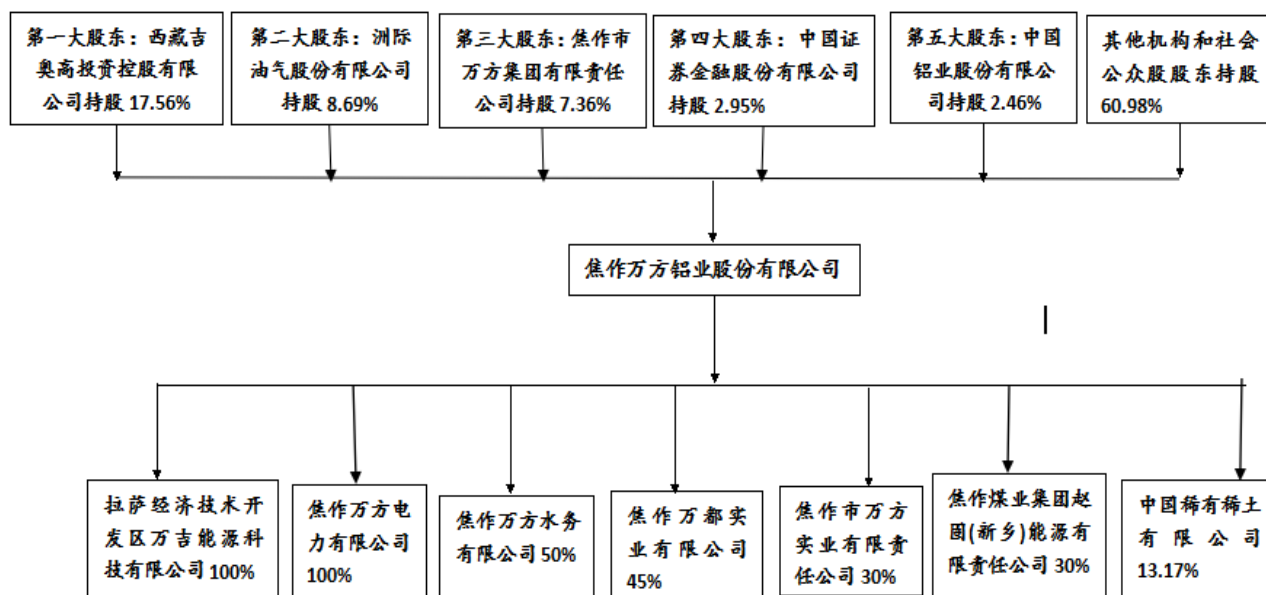
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，虽公司通过技改和增加自供电的方式有效控制耗电成本，但公司主营业务受行业现状影响，收入规模持续下滑，整体盈利能力下降。但同时公司自身债务规模持续扩张，面临的偿债压力增大，对此中诚信证评将保持关注。

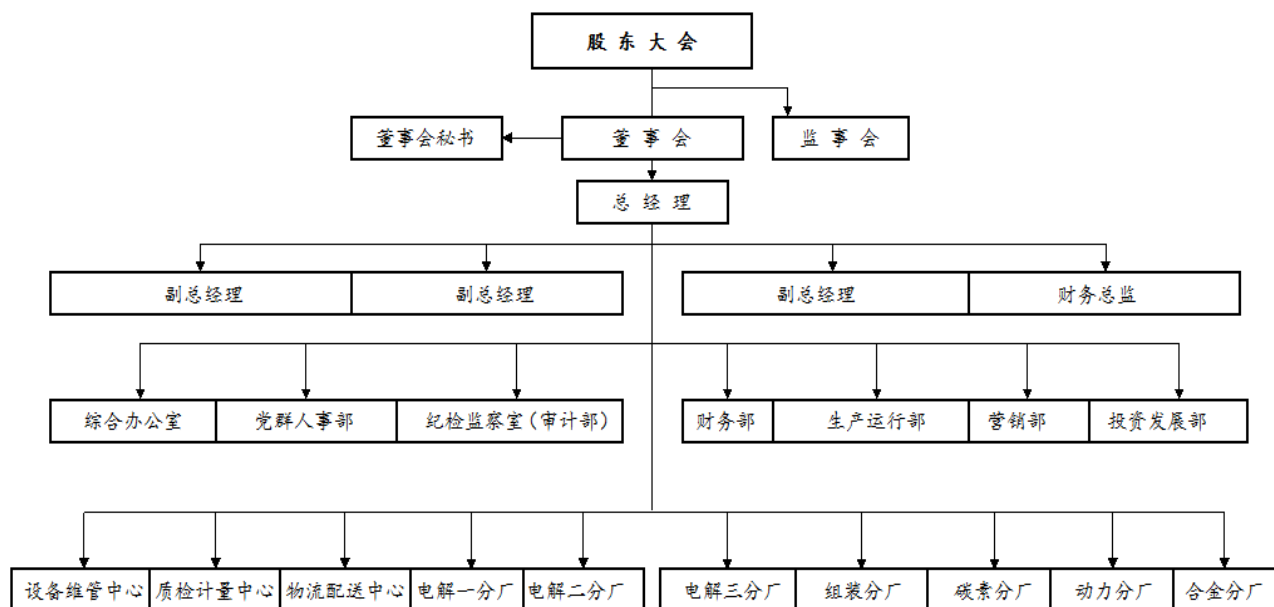
结论

综上，中诚信证评将焦作万方 **AA** 主体信用和“焦作万方铝业股份有限公司 2011 年公司债券” **AA** 的债项信用等级列入信用评级观察名单。

附一：焦作万方铝业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：焦作万方铝业股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：焦作万方铝业股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	55,141.71	42,691.17	55,039.11
应收账款净额	13,039.40	3,935.64	2,686.26
存货净额	42,655.56	43,025.34	35,139.13
流动资产	172,067.29	119,912.60	125,549.57
长期投资	168,202.36	229,741.16	247,573.84
固定资产合计	357,307.09	325,448.85	306,693.63
总资产	719,379.99	914,689.35	862,833.21
短期债务	96,087.08	146,712.90	157,135.54
长期债务	99,888.89	146,605.03	170,898.31
总债务（短期债务+长期债务）	195,975.97	293,317.94	328,033.85
总负债	286,736.93	441,904.33	386,431.13
所有者权益（含少数股东权益）	432,643.06	472,785.02	476,402.08
营业总收入（主营业务收入）	561,566.13	524,964.86	465,834.27
三费前利润（主营业务利润）	27,076.44	45,612.80	18,674.95
投资收益	23,092.62	20,044.31	3,890.20
净利润	26,294.12	35,645.00	-6,252.30
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	67,380.43	81,202.86	33,699.89
经营活动产生现金净流量	-3,256.75	164,377.82	-4,343.47
投资活动产生现金净流量	-33,780.43	-232,836.75	-11,857.90
筹资活动产生现金净流量	70,298.89	46,608.40	38,549.32
现金及现金等价物净增加额	33,261.71	-21,850.54	22,347.94
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	5.05	8.93	4.19
所有者权益收益率（%）	6.08	7.54	-1.31
EBITDA/主营业务收入（%）	12.00	15.47	7.23
速动比率（X）	0.70	0.32	1.09
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	0.56	-0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.03	1.12	-0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.25	13.98	-0.26
EBITDA/利息支出（X）	5.09	6.91	2.03
总债务/EBITDA（X）	2.91	3.61	9.73
资产负债率（%）	39.86	48.31	44.79
总资本化比率（%）	31.18	38.29	40.78
长期资本化比率（%）	18.76	23.67	26.40

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。