

跟踪评级公告

联合[2018]766 号

河南中孚实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

河南中孚实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

河南中孚实业股份有限公司发行的“11 中孚债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

河南中孚实业股份有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
11 中孚债	4.32 亿元	AA	AA	2017.5.15

跟踪评级时间：2018 年 6 月 7 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	263.58	255.68	252.59
所有者权益（亿元）	58.63	53.56	63.08
长期债务（亿元）	46.83	89.92	85.32
全部债务（亿元）	180.81	169.17	157.58
营业收入（亿元）	139.16	115.22	26.94
净利润（亿元）	1.61	-4.65	-2.84
EBITDA（亿元）	18.81	12.06	--
经营性净现金流（亿元）	7.69	5.06	0.29
营业利润率（%）	10.86	7.95	-1.44
净资产收益率（%）	2.78	-8.30	-4.88
资产负债率（%）	77.76	79.05	75.03
全部债务资本化比率（%）	75.51	75.95	71.41
流动比率（倍）	0.42	0.48	0.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.56	0.95	--
EBITDA/待偿本金余额（倍）	4.35	2.79	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告已将其他应付款及其他流动负债中的债务部分计入短期债务，将长期应付款以及其它非流动负债中的债务部分计入长期债务；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2017 年，河南中孚实业股份有限公司（以下简称“公司”或“中孚实业”）保持了领先的行业地位、先进的技术水平以及环保等方面的综合优势，公司铝产品精深加工生产线投产，产业链进一步完善，环保改造取得较大进展，债务结构调整效果显现，短期债务压力降低。但受政策限产、铝价四季度下行以及电解铝采暖季限产等因素影响出现较大亏损。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到铝行业产能过剩问题仍然存在，电解铝价格将持续震荡，以及公司债务负担较重、财务费用高、资产受限规模大等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司非公开发行股票已于 2018 年 2 月 7 日完成，募集资金净额为人民币 12.35 亿元，公司资本实力进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“11 中孚债”债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2017 年，公司铝产品精深加工生产线投产，公司产业链进一步完善，有利于公司产品附加值的提升。

2. 2017 年，公司积极调整债务结构，短期债务压力大幅缓解，债务结构持续优化，利于公司稳定持续运营。

3. 2018 年 2 月，公司非公开发行股票成功，一定程度上提升了资金实力、缓解了债务负担。

4. 截至 2017 年底，公司已完成电厂及炭素的环保改造，电解铝的脱硫改造也即将完成，在环保趋严的政策背景下，有利于公司经营稳定性的保持。

关注

1. 电解铝行业依然存在产能过剩，公司经营受电解铝行业政策影响较大，此外，铝价的波动对公司盈利水平产生较大的影响。

2. 公司已完成产品转型升级且销售情况较好，但目前中国经济增速放缓，需求增长的放慢以及未来市场情况的变化均可能对公司产品及整体经营带来一定不利影响。

3. 公司资产负债率、财务费用高，债务规模较大，且存在一定的集中还款压力。

4. 公司受限资产规模较大，对公司资产流动性产生不利影响。控股股东持有公司股权质押比例较高，若未来公司股价大幅波动，将影响股东权益结构的稳定性。

分析师

王 越

电 话：010-85172818

邮 箱：wangyue@unitedratings.com.cn

余瑞娟

电 话：010-85172818

邮 箱：yurj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

河南中孚实业股份有限公司（以下简称“中孚实业”或“公司”）是1993年2月16日经河南省体改委豫体改字[1993]18号《关于设立巩义市中孚股份有限公司的批复》批准，由巩义市电厂、巩义市电业局、巩义市铝厂三家共同发起成立的股份有限公司。2002年3月11日，公司向社会公开发行人民币普通股5,000万股，并于2002年6月26日在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“中孚实业”，股票代码“600595.SH”。

2018年2月7日，公司非公开发行股票219,683,654股，完成发行后，公司总股本变更为1,961,224,057股。截至2018年3月底，公司总股本19.61亿股，河南豫联能源集团有限责任公司（以下简称“豫联集团”）持股55.49%，是公司的控股股东，截至2018年5月15日，豫联集团质押股份共计784,210,000股，占其持股总数的72.06%，占公司总股本的39.99%。公司实际控制人为Vimetco N.V.和自然人张志平、张高波。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，截至2017年底，公司纳入合并范围子公司共22家。2018年1~3月，公司纳入合并范围无变化。截至2017年底，公司本部及主要子公司拥有在职员工8,915人，公司设办公室、财务部、证券部等共计14个职能部门（见附件1）。

截至2017年底，公司合并资产总额255.68亿元，负债合计202.12亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）53.56亿元，其中归属于母公司所有者权益合计46.09亿元。2017年，公司实现营业收入115.22亿元，净利润（含少数股东损益）-4.65亿元，其中，归属于母公司净利润为-1.89亿元；经营活动产生的现金流量净额5.06亿元，现金及现金等价物净增加额-7.89亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额252.59亿元，负债合计189.51亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）63.08亿元，其中归属于母公司所有者权益合计56.65亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入26.94亿元，净利润（含少数股东损益）-2.84亿元，其中，归属于母公司净利润为-1.80亿元；经营活动产生的现金流量净额0.29亿元，现金及现金等价物净增加额-0.35亿元。

公司注册及办公地址：河南省巩义市新华路31号；法定代表人：崔红松。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2011〕1178号文核准，公司于2011年8月29日发行了总额为人民币15亿元的公司债券，为8年期固定利率债券，票面利率为7.30%，采用单利按年付息，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，附第五年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权，所发行公司债券2011年9月22日在上海证券交易所上市交易，债券简称为“11中孚债”，证券代码为“122093.SH”。根据公司于2016年8月10日发布的《关于“11中孚债”票面利率不调整的公告》（公告编号：临2016-115）披露，公司选择不上调票面利率，即该期债券存续期后3年的票面年利率仍为7.30%，并在该期债券后续期限固定不变，同时选择实行投资者回售选择权。根据《关于“11中孚债”债券回售实施结果的公告》，本次回售实施完毕后，“11中孚债”的存续金额由15亿元人民币减少至4.32亿元。截至目前，“11中孚债”的存续规模为4.32亿元。

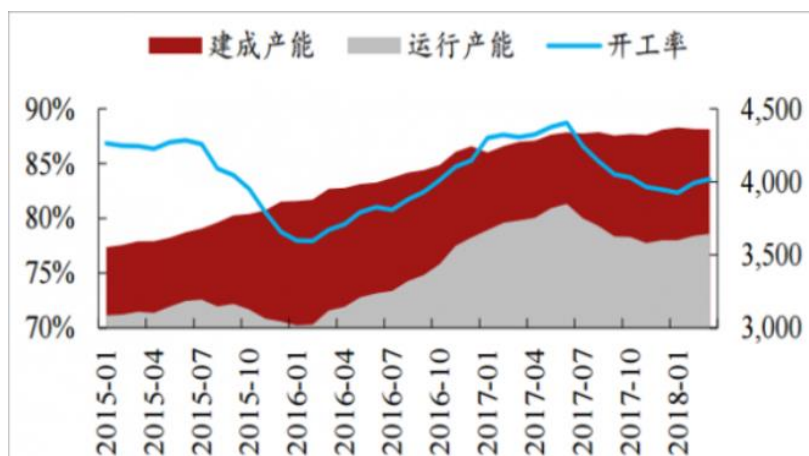
公司于2017年8月29日支付了自2016年8月29日至2017年8月28日的利息。截至2018年3月底，上述公司债券均已全部按照募集用途偿付银行贷款及补充流动资金。

三、行业分析

2017 年，铝行业供给侧改革持续推进，2017 年 4 月，国家发展和改革委员会、工业和信息化部等四部委联合下发了《关于印发〈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》，环保政策进一步趋紧，2017 年 2 月，国家环保部公布了《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》。2017 年 8 月，国家环境保护部等十部（委、局）和北京市、河南省等六省（市）联合印发了《关于印发〈京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案〉的通知》环大气[2017]110 号，明确指出要对有色行业优化生产调控，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；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。

截至 2017 年底，中国电解铝总产能 4,356.8 万吨，同比增长 2.7%，运行产能 3,601.7 万吨，同比减少 0.48%。电解铝开工率上半年持续上升，最高达到 88.6%，供给侧改革促使企业被动减产，自 7 月起开工率显著下滑，12 月降至 82.67%。从产量看，2017 年我国电解铝产量 3,675 万吨，同比增长 15.31%，净进口量 10 万吨，总供给量 3,685 万吨。总消费量 3,550 万吨。

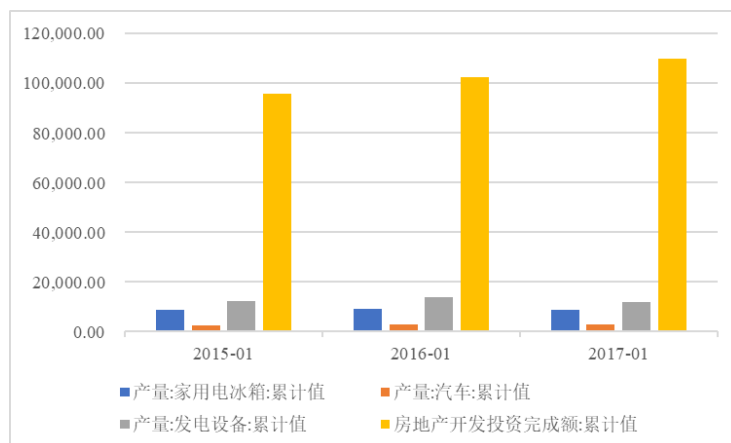
图 1 2017 年电解铝行业运行情况



资料来源：联合评级根据公开资料整理

从行业下游来看，铝材的终端消费主要集中在房地产和交通两大行业，其他企业如电企、机械制造厂、包装厂、电子设备厂也涉及铝的消耗。房地产方面，随着国家对房地产政策的收紧，“去库存”和“严禁炒房”成为 2017 年的主要任务，新房投资和开工率的下降将影响建筑用铝量，但房地产行业整体仍呈增长趋势；此外，建筑用铝的范围在逐渐扩大，除了房屋装修中所用的铝型材和铝幕墙，建筑用铝“以铝节木”的应用也在拓宽。交通方面，2017 年购车政策（1.6L 乘用车购置税减半）的到期将削减购车需求，但随着国家提出交通运输领域“以铝代钢”的概念，航空、汽车、轨交、船舶等行业纷纷开启铝应用研究。

图 2 2015~2017 年铝主要下游运行情况（单位：万台、千辆、万千瓦、亿元）



资料来源：Wind

价格方面，2017 年以来，受清理整顿违规产能取得实质性进展影响，我国铝市场供需基本面持续向好，国内铝价反弹回升，9 月 21 日达到全年最高价 16,610 元/吨，较年初上涨 32.46%，反弹势头强劲。11 月开始，宏桥的采暖季产能和违规产能指标出现重叠，采暖季指标得到豁免，使得整个市场的限产产能不及预期，市场开始关注到基本面中的高库存压力，铝价开始下跌。

图 3 2017 年我国电解铝价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

经过多年的发展，我国铝加工行业逐渐形成较为完善的发展体系，并顺利成为铝材生产和出口大国。目前我国铝加工行业生产结构不尽合理，产品结构失衡、附加值低等问题仍将制约我国铝材行业的发展。在国家及企业的双重努力下，我国铝加工行业以深加工、高附加值为重点的产业升级将继续深化。

总体看，2017 年，清理整顿违规产能取得实质性进展，带动铝价上半年出现大幅上涨；未来环保政策的趋严，将对铝价形成一定支撑。

四、管理分析

公司董事、副总经理姚国良先生于 2018 年 2 月提交书面辞职报告，由于个人原因辞去公司董事、副总经理职务及董事会下设专门委员会的相应职务，同时一并辞去公司控股子公司林州市林丰铝电有限责任公司董事、河南中孚蓝汛科技有限公司董事长兼总经理职务。经公司董事会推荐，并经董事会提名委员会对相关人员的任职资格进行审核、独立董事确认，补选司兴华先生为公司第八届董事会非独立董事。公司第八届董事会第四十二次会议及 2018 年第二次临时股东大会审议通过了上述董事变动事项。除上述变动外，2017~2018 年 3 月，公司管理体系和管理层人员方面无重大变化。

公司根据生产经营情况，将内部组织管理机构进行了适当调整，目前设有办公室、人力资源部、法律事务部、财务部、证券部、计划发展部、生产管理部、项目管理部、营销公司等职能部门，并科学的划分了各部门的职责和权限，使各业务板块的运作及公司内部信息的上传下达更加顺畅。

总体看，公司管理体系和管理层人员方面无重大变化，适当优化了管理制度，公司运作情况良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，国内清理整顿违规产能取得实质性进展，加之采暖季限产、贸易规模下降，公司当年实现营业收入 115.22 亿元，同比减少 17.20%，下行幅度较大；主要受 2017 年公司采暖季限产导致的单位生产成本上升以及煤炭价格高位运行，公司自有煤矿产能未能如期释放影响，公司经营业绩有所下滑，2017 年，公司实现营业利润-5.31 亿元，较上年的 2.17 亿元减少 3.45 倍；实现净利润-4.65 亿元，较上年的 1.61 亿元减少 3.89 倍。

表 1 2016~2017 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2016 年			2017 年			收入较上年变动	毛利率较上年变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
有色金属	72.58	52.16	18.93	71.99	62.48	10.93	-0.82	-8.00
电及蒸汽	2.40	1.72	34.54	2.41	2.09	17.25	0.28	-17.29
煤炭	2.38	1.71	21.98	1.84	1.60	26.61	-22.67	4.63
贸易	48.70	35.00	0.74	30.61	26.56	0.71	-37.16	-0.03
其他业务	13.09	9.41	2.91	8.38	7.27	10.20	-35.99	7.29
营业收入	139.16	100.00	11.38	115.22	100.00	8.54	-17.20	-2.84

数据来源：公司年报

收入构成方面，2017 年，有色金属板块收入 71.99 亿元，同比减少 0.82%，主要系采暖季限产导致产量下降所致；有色金属板块仍为公司主要收入来源，占营业收入比重提升至 62.48%。电及蒸汽板块收入 2.41 亿元，同比增长 0.28%，占营业收入的 2.09%，同比变动较小；煤炭收入 1.84 亿元，同比减少 22.67%，占营业收入的 1.60%，主要系 2017 年河南地区安全检查导致公司煤矿开工不足所致。公司贸易业务收入为 30.61 亿元，同比减少 37.16%，占营业收入 26.56%，主要系公司主动减少贸易规模所致，主要来自于公司铝锭贸易的收入；其他业务收入主要系出售氧化铝、

煤和碳块等原材料的贸易收入、转供电和处置废旧物资的收入等，占营业收入的比重为 7.27%。

毛利率方面，由于 2017 年四季度铝价下行、同时取暖季限产导致产量下降、电解铝单位生产成本上升，公司有色金属板块毛利率较 2016 年下降 8.00 个百分点至 10.93%；由于煤炭价格大幅增长，使得电及蒸汽成本上升，电及蒸汽板块毛利率较上年下滑 17.29 个百分点至 17.25%；由于 2017 年煤炭价格持续增长，公司煤炭板块毛利率继续提升，毛利率较上年度提高 4.63 个百分点至 26.61%；贸易业务毛利率小幅减少 0.03 个百分点，变动不大；其他业务毛利率上升 7.29 个百分点至 10.20%。综上，公司综合毛利率较上年下降 2.84 个百分点至 8.54%。

总体看，受 2017 年贸易规模下降以及煤炭限产影响，公司整体收入规模下降；有色金属板块毛利率大幅下降导致公司综合毛利率水平降低。

2. 有色金属板块

(1) 采购情况

2017 年，公司主营业务仍为有色金属板块，原材料仍然主要为氧化铝、交流电和煤炭。由于 2017 年市场波动及限产政策实施，公司电解铝产量下降，氧化铝采购量较上年有所下降，电力、煤炭和炭素采购量较上年变动不大。

表 2 2016~2017 年公司原材料采购情况

产品	项目	2016 年	2017 年	变动率 (%)
氧化铝	采购量 (万吨)	139.15	127.86	-8.11
	采购价格 (元/吨)	1,795.96	2,481.27	38.16
电力	采购量 (亿度)	99.82	97.19	-2.63
	采购价格 (元/度)	0.29	0.36	25.44
煤炭	采购量 (万吨)	323.22	335.59	3.83
	采购价格 (元/吨)	308.90	440.24	42.52
炭素	采购量 (万吨)	33.56	33.80	0.72
	采购价格 (元/吨)	2,169.24	3,259.15	50.24

资料来源：公司提供¹

采购均价方面，2017 年原材料价格均呈大幅上涨趋势，其中氧化铝采购均价上升 38.16%，电力采购价格上升 25.44%，炭素采购价格上升 50.24%，煤炭采购价格上升 42.52%。公司对前五名供应商的总采购金额为 47.67 亿元，占总采购金额的 46.44%，集中度较高。分品种来看，公司氧化铝全部外购，电力、煤炭、炭素均有不同程度的自给。

电力方面，公司本部生产所需电力 92%购自子公司河南中孚电力有限公司（以下简称“中孚电力”），林丰铝电生产所需电力 100%外购，采用直供电模式。目前，中孚电力拥有 3 台火电机组，装机容量合计 92 万千瓦，2017 年发电量为 71.23 亿度，较上年基本持平。

炭素方面，子公司河南中孚炭素有限公司（以下简称“中孚炭素”）具有年产 18 万吨炭素的生产能力。2017 年，受采暖季政策影响，炭素厂限产 50%，炭素产量较预算减少 1.29 万吨，中孚实业全年生产炭素 16.93 万吨；子公司林州市林丰铝电有限责任公司（以下简称“林丰铝电”）生产所需炭素 100%外购。

煤炭方面，中孚电力发电所需煤炭部分来自子公司河南豫联煤业集团有限公司（以下简称“豫联煤业”），部分外购。目前公司拥有 5 个在产煤矿，煤炭生产能力达 230 万吨/年。2017 年，豫

¹ 此表系内部采购数据未抵销，且不包括贸易采购的材料成本。

联煤业所在地登封市其他煤矿发生事故，登封地区煤矿临时停产，导致豫联煤业下属登封区域煤矿 2017 年 11 月后才陆续收到复产通知，因此公司当地发电所需煤炭大量外购；同时区域煤炭短缺导致采购煤价居高不下，发电成本增加。2017 年公司煤炭销量合计 64.95 万吨，其中自用量 22.73 万吨，外销量 42.22 万吨。

表 3 2016~2017 年公司拥有的煤炭资源及生产情况（单位：万吨）

公司名称	生产能力	2016 年		2017 年	
		自用量	外销量	自用量	外销量
郑州磴槽企业集团金岭煤业有限公司	80.00	12.54	46.63	15.19	29.64
登封市金星煤业有限公司	30.00	--	1.06	--	3.73
郑州广贤工贸有限公司新丰煤矿	60.00	7.45	28.69	6.94	8.85
郑州市慧祥煤业有限公司	45.00	--	--	0.60	--
郑州市磴槽集团伊川县金窑煤矿有限公司	15.00	--	--	--	--
合计	230.00	19.99	76.38	22.73	42.22

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司煤炭产量规模大幅下降，外部采购增加，但煤炭价格 2017 年高位运行，加大了公司生产成本；此外，公司其他原材料采购价格均有不同程度上涨，公司成本控制压力加大。

（2）产品生产

2017 年，公司铝精深加工项目投产，公司由电解铝生产企业向铝加工生产企业的产业链延伸初步完成。公司铝加工产品采用以销定产、根据产品类别及客户需求的不同设计批量化和定制化相结合的生产模式。

产能方面，2017 年公司铝锭产能为 75.00 万吨，铝加工产能为 80.00 万吨。产量方面，2017 年，公司铝锭产量 67.79 万吨，同比减少 4.33%；铝加工产品产量 53.56 万吨，同比增长 2.06%，变动幅度均不大。

2017 年，受采暖季政策影响，公司于 2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日期间电解铝厂限产 30%，受此影响，当期电解铝产量较预算减少 3.08 万吨。在冬季错峰生产期间，公司加大对子公司河南中孚铝业有限公司和河南中孚炭素有限公司的环保改造，并安排将原计划 2018 年大修的电解槽等设备提前在 2017 年进行了大修，大修同时对停运电解槽进行了节能技术改造，改造后的电解槽吨铝直流电耗可降低 500 度以上；截至 2017 年底，公司已完成电厂及炭素的环保改造，电解铝的脱硫改造也即将完成，在环保趋严的政策背景下，有利于公司经营稳定性的保持。限产期间共计影响公司 2017 年度利润 1.26 亿元。

产能利用率方面，2017 年，公司铝锭产品产能利用率为 90.39%，同比下降 5.37 个百分点，持续处于较高水平；铝加工产品产能利用率为 66.95%，同比减少了 3.02 个百分点，持续处于较低水平。2017 年，公司铝锭和铝加工产能利用率均有所下降，主要系受采暖季国家环保限产政策影响所致。

表 4 2016~2017 年公司主导产品的生产情况（单位：万吨、%、百分点）

产品名称	项目	2016 年	2017 年	变化率
铝锭	产能	74.00	75.00	1.35
	产量	70.86	67.79	-4.33
	产能利用率	95.76	90.39	-5.37

铝加工	产能	75.00	80.00	6.67
	产量	52.48	53.56	2.06
	产能利用率	69.97	66.95	-3.02

数据来源：公司提供²

成本方面，2017年，公司生产每吨铝锭约需氧化铝 1.92 吨，交流电 1.36 万度，阳极碳块 0.46 吨。节能降耗方面，公司以“国家认定企业技术中心”为平台，加强校企合作，共同研发了新型稳流节能电解槽技术，实现了铝的直流电耗较传统槽降低 500 度/吨的目标；到 2017 年底，公司完成改造 159 台，目前已经改造完成 200 台电解槽。经统计，改造完成的稳流槽综合交流电耗平均已达到 12,960kwh/t-Al 以下，平均电压 3.84V 以下，实现了吨铝下降 500 度以上的目标。

总体看，2017 年公司在用电成本以及技术创新上的优势有利于后续生产成本的进一步降低；受政策影响，公司产品产量有所下滑。

（3）产品销售

公司主要销售产品为铝锭和铝加工产品。

跟踪期内，公司销售渠道、销售模式以及定价模式未发生变化。由于采用“以销定产”的模式，公司产品产销率均处于较高水平；2017 年，电解铝销量同比减少 3.60%，产销率为 100.80%；铝加工产品销量同比减少 0.56%，产销率为 98.62%，整体上变动不大。价格方面，受 2017 年铝价持续上涨影响，公司各产品平均售价均有所上升，其中电解铝售价同比增长 17.45%，铝加工产品售价整体增长 19.49%。

表 5 2016~2017 年公司产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品名称	项目	2016 年	2017 年	变化率
铝锭	销售量	70.88	68.33	-3.60
	平均不含税售价	10,513.83	12,348.49	17.45
铝材	销售量	53.12	52.82	-0.56
	平均不含税售价	11,492.45	13,731.91	19.49

数据来源：公司提供³

销售区域方面，2017 年，公司产品仍以国内销售为主，国外销售收入仅占当年主营业务收入的 2.77%。公司对前五名客户实现的营业收入为 29.91 亿元，占年度销售总额 25.96%，客户集中度一般。

2017 年，公司铝精深加工相关产品先后获得中国船级社、美国船级社、英国船级社、挪威船级社产品准入认证和 IATF16949 汽车板认证，取得了欧盟 CE-PED 压力容器产品工厂认证证书。未来，随着铝加工产品产能的陆续释放，公司将进一步加大铝加工产品占比，积极拓展在汽车板产品及船用铝材产品的市场份额。

总体看，2017 年，受环保政策影响，公司销量有所下降；但受市场环境带动，公司铝锭和铝加工产品销售均价持续上升。随着公司未来在汽车板市场和船用铝材市场的拓展，公司铝加工整体销量将有所增长，公司经营有望进一步得到改善。

² 此表为未抵销内部交易前数据；表中生产量包含冷轧产品产量，因冷轧生产线于 2017 年 12 月末转固，故相关产品收入和成本在在建工程科目反映。

³ 此表为未抵销内部交易前数据。

3. 贸易板块

2017 年，公司贸易板块收入为 30.61 亿元，依旧主要来自于公司铝锭贸易的收入，同比减少 37.15%，主要系公司铝锭贸易量减少所致；贸易业务毛利率小幅下降 0.03 个百分点，变动不大。

公司上游客户主要系外地大贸易商或生产商，2017 年，公司对前五名供应商的总采购金额为 22.96 亿元，占总采购金额的 22.36%，采购集中度一般；公司下游客户主要系广东和上海等地的贸易商，交易地区主要是上海地区、广东地区、西安等，销售方式全部为直销，公司对前五名客户实现的营业收入为 26.35 亿元，占年度销售总额 22.87%，销售集中度较低。公司定价模式和结算方式较 2016 年无变化。

总体看，公司贸易板块有较为固定的采购商及销售客户，毛利率较低。

4. 重大事项

公司非公开发行股票申请于 2017 年 7 月 4 日获得中国证监会发行审核委员会审核通过。2017 年 8 月 21 日，公司收到中国证监会核发的《关于核准河南中孚实业股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2017]1475 号），核准公司非公开发行不超过 219,683,654 股（含本数）新股。

根据北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）于 2018 年 2 月 5 日出具的（2018）京会兴验字第 02000002 号《验资报告》，本次非公开发行募集资金总额为人民币 1,249,999,991.26 元，发行对象为豫联集团和厦门豫联投资合伙企业（有限合伙），募集资金拟用于偿还公司有息负债。截至 2018 年 2 月 2 日，公司实际收到主承销商扣除相关费税后汇入的募集资金为人民币 1,237,544,991.26 元。另外，扣除本次发行律师费、审计费，增加增值税影响 705,000.00 元后，本次募集资金净额为人民币 1,235,430,307.61 元，其中，新增注册资本人民币 219,683,654 元，增加资本公积人民币 1,015,746,653.61 元。

本次非公开发行股票已于 2018 年 2 月 7 日完成发行并取得中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的登记托管证明。本次发行新增股份的性质为有限售条件的流通股，限售期为 36 个月，该部分新增股份预计上市流通时间为 2021 年 2 月 8 日（因 2021 年 2 月 7 日为非交易日，则顺延至下一交易日）。

总体看，本次非公开发行股票的完成，有利于公司资本实力的增强，同时，募集资金偿还公司有息债务，一定程度减轻公司的债务负担。

5. 关联交易

2017 年公司日常经营方面关联交易主要体现在购销商品、提供和接受劳务、关联担保、资金拆借等方面。2017 年，公司采购商品、接受劳务关联交易发生额为 1.66 亿元，较上年减少 80.34%，主要系购煤、铝产品、材料等；出售商品、提供劳务关联交易发生额为 20.44 亿元，占营业收入的比重为 17.74%，主要系售铝产品、蒸汽、材料等。

关联方资金拆借方面，2017 年公司合并口径向控股股东豫联集团拆入短期资金合计 46.01 亿元，向河南中孚热力有限公司借入资金 0.50 亿元，均按照中国人民银行同期贷款利率计算利息。截至 2017 年底，公司及子公司向联营企业河南黄河河洛水务有限责任公司借出资金 1.65 亿元，本年收取利息 508.65 万元；向联营企业河南永联煤业有限公司借出资金 265.92 万元，本年收取利息 8.7 万元；向河南中孚热力有限公司借出资金 3 亿元，本年收取利息 180.61 万元。

应收应付款项方面，截至 2017 年底，公司应收关联方款项账面余额合计 1.82 亿元，应付关联方款项账面余额合计 6.69 亿元。

总体看，公司经常性关联交易金额较大，存在一定关联交易风险。

6. 经营关注

(1) 新的《环境保护法》和《安全生产法》对公司的环境保障能力提出了更高的要求，公司生产作业覆盖的煤矿、发电、铝及铝加工等行业存在安全环保风险。

(2) 受国内市场供求关系及氧化铝等原辅材料、能源价格的波动向下游传递等影响，公司铝产品价格存在波动的风险。

(3) 公司铝产品生产主要原料之一为氧化铝，其价格主要受铝锭价格及供需因素影响，价格波动幅度较大，由于公司氧化铝全部需要外购，因此氧化铝市场价格的波动仍然是公司生产经营的主要风险之一。公司氧化铝的采购对象主要是国内外大型氧化铝生产商及其主要的代理商、经销商，存在氧化铝采购相对集中的风险。

(4) 由于公司部分铝加工项目仍属达产过渡期或尚未达产，公司铝加工产品产能利用率持续处于较低水平，未来产能全部释放后，能否被市场需求全部消化仍需关注。

7. 未来发展

经多年的发展，我国铝加工行业逐渐形成较为完善的发展体系，并顺利成为铝材生产和出口大国。但目前我国铝加工行业生产结构不尽合理，产品结构失衡、附加值低等问题仍将制约我国铝材行业的发展。根据绿色低碳、轻量化发展的时代要求，公司将以打造“百年企业”为目标，以“高、精、尖、节能、环保、可持续”为发展方向，依托科技创新，着力打造“中孚制造 4.0”，实现产业发展的智能化，持续完善煤-电-铝-铝精深加工一体化的产业链，将公司打造成为具有国际竞争力的高端铝合金材料企业。

未来，公司将继续贯彻“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念，坚持全员思想观念转变，坚持与时俱进全面创新，坚持提高发展质量和效益，推动企业全面实现转型升级。

总体看，公司产品转型有利于改善经营现状。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2017 年，公司新增河南中孚热力有限公司，减少巩义市云起网络技术有限公司，截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司 22 家，公司 2017 年主营业务未发生变化，2018 年 1~3 月，公司合并范围无变化，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 255.68 亿元，负债合计 202.12 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）53.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 46.09 亿元。2017 年，公司实现营业收入 115.22 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.65 亿元，其中，归属于母公司净利润为-1.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.06 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.89 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 252.59 亿元，负债合计 189.51 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）63.08 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 56.65 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.94 亿元，净利润（含少数股东损益）-2.84 亿元，其中，归属于母公司净利润为-1.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.29 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.35 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 255.68 亿元，较年初减少 3.00%，主要系流动资产减少所致；公司总资产中流动资产占 20.69%，非流动资产占 79.31%，公司资产仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 52.90 亿元，较年初减少 19.46%，主要系货币资金、应收票据、预付款项和其他流动资产等减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 33.08%）、应收账款（占 9.39%）、预付款项（占 13.16%）、其他应收款（占 6.83%）和存货（占 32.17%）等构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 17.50 亿元，较年初大幅减少 41.23%，主要系偿还到期债务所致；其中使用受限货币资金 15.82 亿元（占货币资金的 90.40%），主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2017 年底，公司应收账款 4.97 亿元，较年初增长 10.94%，主要系铝精深加工产线陆续投产，其产品回款期比铝锭及铝中间产品周期长所致，其中单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占 74.83%；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 25.17%，其中账龄在一年以内（包括一年）的应收账款占 75.91%。截至 2017 年底，公司共计提坏账准备 0.61 亿元，计提比例为 11.04%；前五名应收账款欠款方余额合计 1.88 亿元，占总额的比重为 33.59%。

截至 2017 年底，公司预付款项 6.96 亿元，较年初减少 18.07%，主要系公司预付工程款减少所致；公司预付款项账龄集中在 1 年以内和 1~2 年，占比分别为 79.31%和 15.99%；前五名余额合计 4.02 亿元，占当年底预付款项总额的 57.71%。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 3.61 亿元，较年初增长 3.28%，公司其他应收款中主要包括应收联营公司河南黄河河洛水务有限责任公司（以下简称“河洛水务”）暂借款及利息 1.65 亿元、应收河南金丰煤业集团有限公司（以下简称“金丰煤业”）暂借款及利息 0.87 亿元，其中对河洛水务的暂借款主要为其应付公司的工程款，双方约定以水费的形式偿还，金丰煤业为公司煤炭供应的长期合作客户；公司其他应收款账面余额 4.23 亿元，其中单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款 3.60 亿元，计提坏账准备 0.26 亿元，按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款 0.62 亿元，计提坏账准备 0.36 亿元。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 17.02 亿元，较年初增长 14.81%，主要系公司深加工产线投产，产线工序变长，原材料及在产品大幅增加所致；其中原材料占 32.41%，在产品占 50.12%，库存商品占 17.10%，委托加工物资占 0.36%；计提跌价准备 1.11 亿元，计提金额较上年大幅提升，主要系年末铝价下行，公司大幅度计提跌价准备所致。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 202.77 亿元，较年初小幅增长 2.47%，主要由固定资产（占 78.66%）和无形资产（占 11.66%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产 159.50 亿元，较年初大幅增长 33.57%，主要系特铝项目及年产 13 万吨高精度铝板带冷轧项目转固所致；公司固定资产仍以房屋及建筑物（占 25.64%）和机器设备（占 74.09%）为主；累计计提折旧 56.38 亿元，累计计提减值准备 0.81 亿元，固定资产成新率为 73.98%，成新率尚可；其中 96.97 亿元的固定资产用于借款抵押和票据抵押（合计占 60.79%），受限比例较大。

截至 2017 年底，公司在建工程 3.25 亿元，较年初大幅减少 91.15%，主要系中孚特铝项目和年产 13 万吨高精度铝板带冷轧项目转固所致，合计转固金额 42.62 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 23.64 亿元，较年初小幅上涨 0.05%，变动不大；其构成仍以采矿权（占 89.07%）和土地使用权（占 10.71%）为主；公司无形资产累计摊销 3.82 亿

元，计提减值准备 4.25 亿元，无形资产中使用权受限资产金额为 1.45 亿元（占 6.13%），全部用于借款抵押，受限规模不大。

截至 2017 年底，公司全部受限资产合计 129.59 亿元，占公司同期资产总额的 50.68%，较年初的 59.15%有所下降，但占比仍相对较高，对公司资产的整体流动性产生不利影响。

表 6 公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	在资产总额中占比	受限原因
货币资金	142,204.08	5.56	保证金
货币资金	16,000.00	0.63	借款质押
应收票据	30,000.00	1.17	借款质押
应收账款	123,474.46	4.83	借款抵押
固定资产	950,984.54	37.19	借款抵押
固定资产	18,689.84	0.73	票据抵押
无形资产	14,497.60	0.57	借款抵押
合计	1,295,850.52	50.68	--

资料来源：公司年报

截至 2018 年 3 月底，公司总资产 252.59 亿元，较年初减少 1.21%；其中流动资产占比为 20.11%，非流动资产占比为 79.89%，整体结构变动不大。截至 2018 年 3 月底，公司流动资产合计 50.79 亿元，较年初减少 3.99%，主要系货币资金及存货减少所致；公司非流动资产合计 201.79 亿元，较年初小幅减少 0.48%。

总体看，2017 年，公司资产构成整体稳定，以非流动资产为主。公司应收账款及存货规模均呈现不同程度上升，对公司资金形成一定占用；同时，货币资金使用受到限制的情况较为严重，受限资产规模较大。公司固定资产成新率尚可。综合看，公司资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

（1）负债

截至 2017 年底，公司负债合计 202.12 亿元，较年初小幅减少 1.38%，主要系流动负债减少所致。其中流动负债占 54.96%，非流动负债占 45.04%，非流动负债占比较年初增加 21.77 个百分点，公司负债结构变动较大。

截至 2017 年底，公司流动负债 111.09 亿元，较年初大幅减少 29.36%，主要系短期借款、应付票据以及其他流动负债减少所致；以短期借款（占 5.51%）、应付票据（占 32.79%）、应付账款（占 15.30%）、预收款项（占 11.40%）、其他应付款（占 9.39%）和一年内到期的非流动负债（占 23.05%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 6.12 亿元，较年初减少 79.48%，主要系公司调整负债结构，主动减少短期融资所致，公司短期借款以质押借款（占 47.39%）和保证借款（占 49.34%）为主。公司应付票据 36.43 亿元，较年初减少 40.61%，主要系本期采用应付票据结算的货款减少所致。公司应付账款 17.00 亿元，较年初增长 24.30%，主要系公司 2017 年自有煤矿产量较小，煤炭外部采购规模较大所致；公司应付账款主要系应付材料款，占比 66.98%。公司预收款项为 12.67 亿元，较年初大幅增长 79.65%，主要系公司增加铝产品预收款所致。公司其他应付款为 10.43 亿元，较年初增长 156.44%，主要系暂借控股股东豫联集团款项增加所致。公司一年内到期的非流动负债 25.60 亿元，较年初减少 5.51%，主要系“12 中孚债”到期兑付所致。公司其他流动负债 1.50 亿

元，较年初大幅减少 87.80%，主要系公司到期兑付私募债所致；公司其他流动负债中的借款部分已计入短期债务。

截至 2017 年底，公司非流动负债 91.03 亿元，较年初大幅增长 90.85%，主要系公司主动调整债务结构，增加长期借款、融资租赁等所致；公司非流动负债以长期借款（占 69.22%）、应付债券（占 4.68%）和长期应付款（占 20.92%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款 63.00 亿元，较上年增长 111.36%，主要系保证借款，保证加抵押借款以及保证并抵押、质押借款；到期日集中在 2019 年和 2020 年，分别为 26.37 亿元和 27.49 亿元，存在一定集中偿付压力。公司应付债券 4.26 亿元，较年初小幅增长 0.75%。公司长期应付款 19.04 亿元，较年初增长 106.47%，主要系公司增加融资租赁、信托融资等所致。

截至 2017 年底，公司全部债务 169.17 亿元，较年初减少 6.44%，其中短期债务 79.25 亿元，占 46.85%，占比较年初下降 27.25 个百分点；长期债务 89.92 亿元，占全部债务的 53.15%，公司主动调整债务结构效果显现。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.05%、75.95%和 62.67%，分别较年初提高 1.30 个百分点、0.44 个百分点和 18.26 个百分点，公司整体债务负担仍维持在高位，但结构优化明显。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 189.51 亿元，较上年末减少 6.24%，主要系流动负债减少所致；其中流动负债占比为 54.40%，非流动负债占比为 45.60%，负债结构变动不大。截至 2018 年 3 月底，公司流动负债合计 103.09 亿元，较上年末减少 7.20%，主要系短期借款和预收款项减少所致；公司非流动负债合计 86.42 亿元，较上年末减少 5.06%，主要系长期借款和长期应付款减少所致。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 157.57 亿元，较上年末减少 6.86%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 45.86%和 54.14%。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.03%、71.41%和 57.49%，债务负担仍较重。

总体看，公司负债规模较大、债务负担仍较重；随着公司部分债务结构由短期调整为长期，债务结构优化，短期资金压力有所缓解，但公司仍在未来一段时间面临集中还款压力。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 53.56 亿元，较年初减少 8.65%，未分配利润由正转负；归属于母公司所有者权益 46.09 亿元，其中股本占 37.79%，资本公积占 60.60%，盈余公积占 5.50%，未分配利润占-3.89%，所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 63.08 亿元，较上年末增长 17.77%，主要系公司完成定增导致的实收资本和资本公积增加所致。其中归属于母公司所有者权益为 56.65 亿元、占 89.81%，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 34.62%、资本公积占 67.24%、盈余公积占 4.48%，公司所有者权益稳定性较好。

总体看，公司所有者权益中归属于母公司的权益占比较高，所有者权益结构较稳定，公司未分配利润为负，仍处于扭亏阶段。2018 年，公司定增完成后，资本实力进一步增强，债务压力得到一定缓解。

4. 盈利能力

2017 年，国内清理整顿违规产能取得实质性进展，加之采暖季限产、贸易规模下降，公司当年实现营业收入 115.22 亿元，同比减少 17.20%，下行幅度较大；主要受 2017 年公司采暖季限产导致的单位生产成本上升以及煤炭价格高位运行，公司自有煤矿产能未能如期释放影响，公司经营业绩有所下滑，2017 年，公司实现营业利润-5.31 亿元，较上年的 2.17 亿元减少 3.45 倍；实现

净利润-4.65 亿元，较上年的 1.61 亿元减少 3.89 倍。

从期间费用看，2017 年公司期间费用总额为 14.44 亿元，同比增长 9.23%；其中销售费用 0.58 亿元，同比增长 19.33%，主要系铝加工产品销售运费增加所致；管理费用 3.78 亿元，同比增长 21.07%，主要系煤矿政策性阶段停产期间所有费用计入管理费用所致；财务费用 10.08 亿元，同比增长 4.87%，主要系利息支出增加所致。2017 年公司费用收入比为 12.53%，较 2016 年提高 3.03 个百分点，费用控制能力有所下降。

非经常性损益方面，2017 年公司计提资产减值损失 1.76 亿元，主要系公司对存货计提跌价准备 1.09 亿元所致。公司实现投资收益-0.19 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益中联营企业河南永联煤业有限公司亏损等所致。2017 年公司实现资产处置收益 1.83 亿元，主要系公司子公司河南中孚电力有限公司确认外资合资机组补偿款 0.94 亿元、公司子公司林州市林丰铝电有限责任公司转让 9.8 万吨电解铝产能置换指标取得转让净损益 0.89 亿元所致。

由于 2017 年公司出现亏损，公司总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别较上年下滑 2.58 个百分点、2.75 个百分点和 11.08 个百分点至 2.54%、2.17%和-8.30%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.94 亿元，实现利润总额-3.63 亿元，净利润-2.84 亿元，持续出现亏损，主要系受采暖季持续限产，公司利用时机进行电厂检修所致。

总体看，2017 年受政策及市场价格变动影响，公司出现较大亏损，整体盈利能力仍有待提高。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年公司营运情况下滑，经营活动现金流入为 123.28 亿元，同比减少 16.27%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 116.82 亿元，同比减少 19.59%，主要系公司贸易板块收入减少所致；2017 年，公司外购原材料减少，但价格上升，使得公司经营活动现金流出为 118.22 亿元，同比减少 15.28%；公司经营性净现金流为 5.06 亿元，同比减少 34.19%。2017 年，公司现金收入比为 101.39%，较上年略有下降，但变动不大，公司收入实现质量有待提升。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动现金流入 3.24 亿元，同比增长 33.65%，主要系收到机组补偿款和林丰铝电电解铝指标转让款所致。2017 年公司投资活动现金流出 3.20 亿元，同比增长 16.89%，主要系公司投资铝精加工项目所致。2017 年公司投资活动现金流净额由 2016 年的净流出变为净流入 0.04 亿元。

从筹资活动来看，2017 年公司大力调整债务结构，偿还短期债务规模较大，增加长期借款等规模，使得筹资活动现金流入 98.34 亿元，同比增长 11.59%；筹资活动现金流出 111.33 亿元，同比增长 18.34%。2017 年公司筹资活动现金流净额-12.99 亿元，净流出规模大幅增长。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生现金净流入 0.29 亿元，投资活动产生现金净流出 0.24 亿元，筹资活动产生现金净流出 0.39 亿元。

总体看，受收入规模缩减影响，公司经营活动现金流量规模减小，收入实现质量仍有待提升；公司偿付债务现金流规模较大，给公司现金流造成一定压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于债务结构调整，公司流动负债规模减小，公司流动比率上升，由年初的 0.42 倍升至 0.48 倍；公司速动比率为 0.32 倍，较年初未发生变动。受短期债务缩减以及经营性净现金流减少的综合影响，公司现金短期债务比为 0.23 倍，较年初未发生变化，公司短期偿债能力较弱。

长期偿债能力方面，由于 2017 年公司出现亏损，公司 EBITDA 同比减少 35.86%至 12.06 亿

元；其中，折旧占 49.79%，摊销占 3.41%，计入财务费用的利息支出占 87.23%，利润总额占 -40.42%。EBITDA 利息倍数以及 EBITDA 全部债务比分别由 2016 年的 1.56 倍和 0.10 倍下降至 0.95 倍和 0.07 倍，EBITDA 对利息和全部债务覆盖程度有所降低，公司长期偿债能力较弱。

截至 2017 年底，公司及控股子公司对外担保合计 14.60 亿元，占公司净资产的 27.26%，担保规模尚可，主要为公司的互保单位金丰煤业（共 5.83 亿元），未来可能仍面临着一定的或有风险。

截至 2017 年底，公司及控股子公司在各银行申请的授信总额为 94.40 亿元，未使用授信额度为 10.40 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1041018100017960U），截至 2018 年 4 月 10 日，公司无未结清关注类和不良类贷款信息。

总体看，2017 年公司整体债务负担仍较大，由于公司出现亏损，整体偿债能力较上年有所减弱。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产达 14.54 亿元，约为“11 中孚债”本金（4.32 亿元）的 3.37 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 63.08 亿元，约为债券本金合计（4.32 亿元）的 14.60 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11 中孚债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 12.06 亿元，约为债券本金合计（4.32 亿元）的 2.79 倍，公司 EBITDA 对公司债券的覆盖程度较高。从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 123.28 亿元，约为债券本金合计（4.32 亿元）的 28.54 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高；公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额为 5.06 亿元，约为债券本金合计（4.32 亿元）的 1.17 倍，经营活动现金净流量对本次公司债券的保护程度较高。

综合以上分析，公司现金类资产及净资产对本次债券覆盖程度高，EBITDA 以及经营活动净现金流对本次债券覆盖程度高。此外，考虑到公司作为国内大型电解铝和铝加工企业，在“煤-电-铝-铝精深加工”一体化产业链等方面具有优势，同时公司债务结构取得较大优化，短期债务压力减轻，联合评级认为，公司对“11 中孚债”的偿还能力很强。

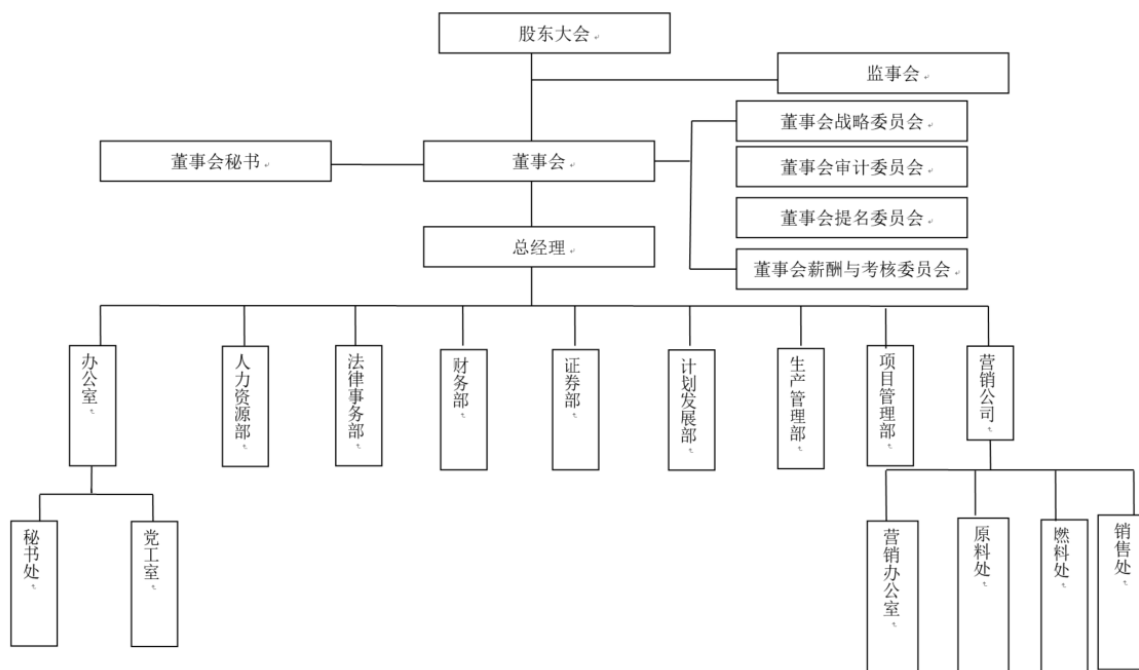
八、综合评价

2017 年，中孚实业保持了领先的行业地位、先进的技术水平以及环保等方面的综合优势，公司铝产品精深加工生产线投产，产业链进一步完善，环保改造取得较大进展，债务结构调整效果显现，短期债务压力降低。但受政策限产、铝价四季度下行以及电解铝采暖季限产等因素影响出现较大亏损。同时，联合评级也关注到铝行业产能过剩问题仍然存在，电解铝价格将持续震荡，以及公司债务负担较重、财务费用高、资产受限规模大等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司非公开发行股票已于 2018 年 2 月 7 日完成，募集资金净额为人民币 12.35 亿元，公司资本实力进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“11 中孚债”债项信用等级为“AA”。

附件 1 河南中孚实业股份有限公司 组织结构图



附件 2 河南中孚实业股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	263.58	255.68	252.59
所有者权益 (亿元)	58.63	53.56	63.08
短期债务 (亿元)	133.98	79.25	72.26
长期债务 (亿元)	46.83	89.92	85.32
全部债务 (亿元)	180.81	169.17	157.58
营业收入 (亿元)	139.16	115.22	26.94
净利润 (亿元)	1.61	-4.65	-2.84
EBITDA (亿元)	18.81	12.06	--
经营性净现金流 (亿元)	7.69	5.06	0.29
应收账款周转次数 (次)	36.17	21.97	--
存货周转次数 (次)	8.90	6.36	--
总资产周转次数 (次)	0.54	0.44	0.11
现金收入比率 (%)	104.40	101.39	86.29
总资本收益率 (%)	5.12	2.54	--
总资产报酬率 (%)	4.93	2.17	--
净资产收益率 (%)	2.78	-8.30	-4.88
营业利润率 (%)	10.86	7.95	-1.44
费用收入比 (%)	9.50	12.53	12.19
资产负债率 (%)	77.76	79.05	75.03
全部债务资本化比率 (%)	75.51	75.95	71.41
长期债务资本化比率 (%)	44.41	62.67	57.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.56	0.95	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.07	--
流动比率 (倍)	0.42	0.48	0.49
速动比率 (倍)	0.32	0.32	0.34
现金短期债务比 (倍)	0.23	0.23	0.20
经营现金流动负债比率 (%)	4.89	4.56	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.35	2.79	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告已将其他应付款及其他流动负债中的债务部分计入短期债务，将长期应付款以及其它非流动负债中的债务部分计入长期债务；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^ (1 / (n - 1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。