

跟踪评级公告

联合〔2019〕1603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公开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“列入评级观察”

河南中孚实业股份有限公司公开发行的“孚债暂停”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：



二〇一九年六月二十一日

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 2019 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：列入评级观察

上次评级结果：AA- 评级展望：列入评级观察

债项信用等级

债券简称	债券余额	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
孚债暂停	4.32 亿元	AA-	AA-	2018.12.17

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	263.58	255.68	229.04	220.46
所有者权益 (亿元)	58.63	53.56	24.34	21.76
长期债务 (亿元)	46.83	89.92	42.81	--
全部债务 (亿元)	180.81	169.17	165.26	--
营业收入 (亿元)	139.16	115.22	117.51	16.12
净利润 (亿元)	1.61	-4.65	-41.65	-2.59
EBITDA (亿元)	18.81	12.06	-14.88	--
经营性净现金流 (亿元)	7.69	5.06	8.57	1.51
营业利润率 (%)	10.86	7.95	0.65	2.87
净资产收益率 (%)	2.78	-8.30	-106.94	-11.22
资产负债率 (%)	77.76	79.05	89.37	90.13
全部债务资本化比率 (%)	75.51	75.95	87.16	--
流动比率 (倍)	0.42	0.48	0.32	0.27
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.07	-0.09	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.56	0.95	-1.17	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.35	2.79	-3.44	--

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、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2018 年，河南中孚实业股份有限公司（以下简称“公司”或“中孚实业”）铝产品精深加工生产线运行良好，且已经开拓了一批较为优质的客户，经营活动现金流状况良好；公司 2018 年出现大额亏损。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司区域环保政策压力大；主要原材料及产品价格变动对公司经营业绩产生不利影响；债务负担很重、财务费用高、资产受限规模大、年内计提资产减值规模很大以及部分债务已出现逾期、外部融资难度较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司电解铝业务尚处于产能转移阶段，未来随着公司电解铝转移产能的顺利投产，公司在相关业务开展过程中，可享受广元市当地较低的水电能源成本，以及当地不受采暖季限产影响等优势，有利于公司整体经营业绩的好转，但该事项仍处推进过程当中，相关业绩预期的实现仍存在一定的不确定性。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望继续“列入评级观察”；同时维持“孚债暂停”债项信用等级为“AA-”。

优势

1. 2018 年，公司铝产品精深加工生产运营稳定，公司深加工业务中易拉罐罐体料和涂层罐盖料的市场认可程度高，出口业务规模增长迅速。

2. 公司 50 万吨电解铝产能处于转移过程中，广元市对公司产能转移事宜的支持力度较大，随着相关产能的投产，公司可享受当地水电资源及无采暖季限产等业务开展优势，有利于公司整体经营业绩的改善。

关注

1. 公司经营受电解铝行业政策影响较大，

此外，氧化铝及电解铝价格的波动对公司盈利水平产生较大的影响。

2. 受采暖季限产、原材料价格上涨等因素影响，公司主营业务盈利水平大幅下滑，加之以对电解铝产能转移计提了较大规模的资产减值损失，公司 2018 年出现大幅亏损。

3. 公司目前债务负担很重，财务费用高，且有部分债务已经出现逾期，短期偿债压力很大。

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已全部冻结，公司所有者权益结构的稳定性弱。

5. 公司剩余银行授信额度很小，间接融资渠道狭窄，且公司已被实施退市风险警示，年内无法进行直接融资，外部融资难度较大。

6. 审计师对公司 2018 年财务报表出具了带强调事项段、其他事项段或与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见的审计报告，公司持续经营能力存在重大不确定性。

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，公司向社公开发行人人民币普通股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”。由于2017年度、2018年度归属于上市公司股东的净利润均为负值，根据《上海证券交易所股票上市规则》的有关规定，公司股票将在2018年年度报告披露后被实施退市风险警示。2019年5月6日起，公司股票简称由“中孚实业”变更为“*ST中孚”，股票代码不变。

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2019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54.93%，但其所持公司股份已被全部冻结。公司控股股东为豫联集团，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2019年3月底，公司纳入合并范围子公司共27家。截至2018年底，公司本部及主要子公司拥有在职员工8,491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2018年底，公司合并资产总额229.04亿元，负债合计204.70亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）24.34亿元，其中归属于母公司所有者权益合计33.01亿元。2018年，公司实现营业收入117.51亿元，净利润（含少数股东损益）-41.65亿元，其中，归属于母公司净利润为-25.44亿元；经营活动产生的现金流量净额8.57亿元，现金及现金等价物净增加额-0.48亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额220.46亿元，负债合计198.69亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）21.76亿元，其中归属于母公司所有者权益合计31.49亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入16.12亿元，净利润（含少数股东损益）-2.59亿元，其中，归属于母公司净利润为-1.52亿元；经营活动产生的现金流量净额1.51亿元，现金及现金等价物净增加额1.23亿元。

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，附第五年末公司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。

公司于2019年4月30日披露了《关于公司债券可能被暂停上市交易的提示性公告》，根据上海证券交易所《关于对河南中孚实业股份有限公司2011年公司债券实施暂停上市的决定》，公

司“11中孚债”自2019年5月13日起暂停上市，债券简称由“11中孚债”更名为“孚债暂停”，债券代码“122093.SH”不变。公司债券持有人仍可在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台上采取报价、询价和协议交易方式进行交易。

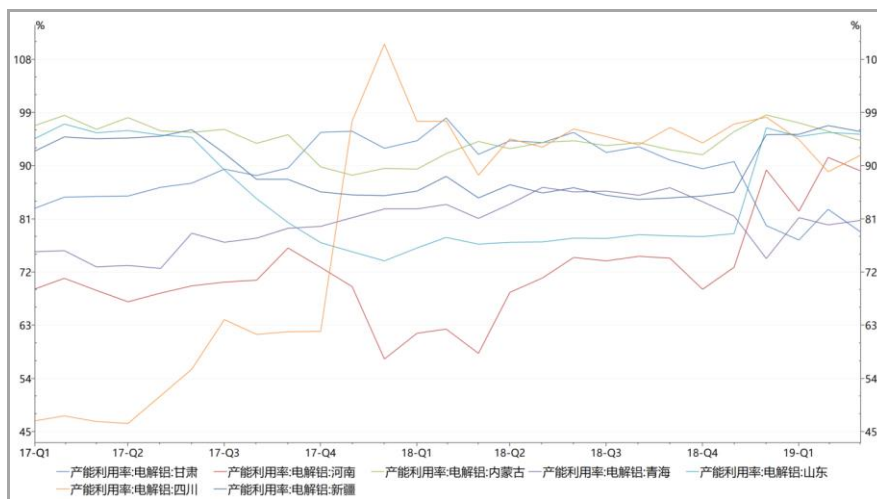
公司于2018年8月29日支付了“孚债暂停”对应期间的利息。截至2019年3月底，上述公司债券均已全部按照募集用途偿付银行贷款及补充流动资金。

三、行业分析

2018年，电解铝行业继续执行国家环境保护部等十部（委、局）和北京市、河南省等六省（市）于2017年8月联合印发的《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），通知中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。

从去产能情况看，根据阿拉丁数据，2018年，共计259.5万吨的电解铝产能宣布淘汰并进行置换，新增产能211万吨；截至2018年底，中国电解铝总产能3,986.3万吨，同比下降8.50%，运行产能3,642.5万吨，同比增加1.13%。从产量看，2018年中国电解铝产量3,646万吨，同比下降0.1%，首次出现年度产量下降。其中产量增加的主要地区是广西、内蒙古两地，产量下降的主要地区是山东、河南、新疆三地。从产能利用率情况看，2018年以来，区域间分化明显，除四川地区电解铝产能利用率较上年大幅提升、河南及山东地区产能利用率较上年明显下降外，其他地区产能利用率同比上年变化不大。

图1 2017年以来主要地区电解铝产能利用率情况



资料来源：Wind

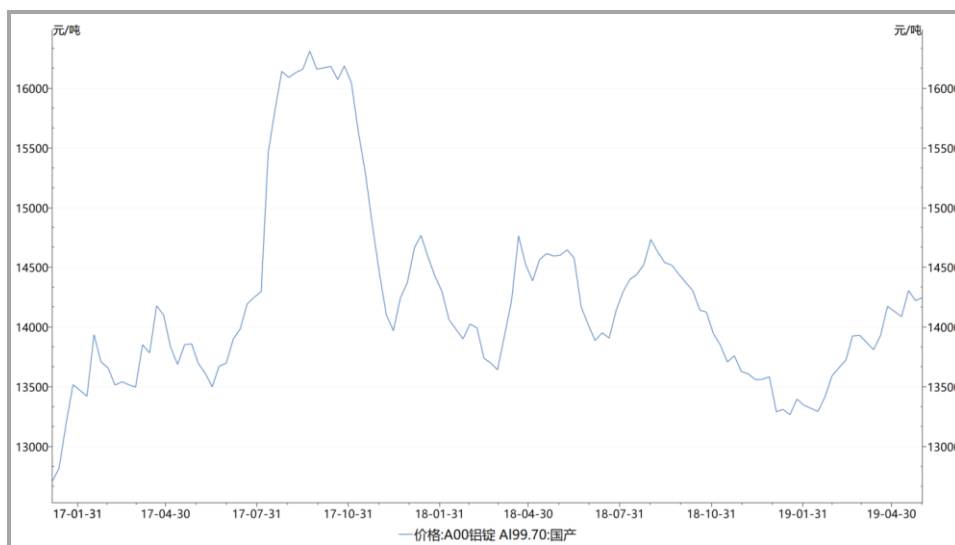
从行业上游原材料看，国产铝土矿方面，2018年国产铝土矿受到环保趋严影响，价格不断上涨。北方地区相比去年不含税价格上涨约30元/吨至450~460元/吨，南方地区上涨约20元/吨至290~330元/吨。由于国产矿价格上涨，造成了供应格局的改变。南矿北运，进口矿补充成为未来供应新常态。就目前来看，虽然北方地区政策有所宽松，部分矿山依旧可开采，但未来环保趋势不可逆，国产矿价格明年预计将维持较高水平。进口矿方面，2018年进口矿价格维稳为主，部分国家由于海运费及政策影响价格小幅调整，整体来说，进口矿价格波动不大且进口铝土矿货源充

足，供应相对稳定。

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。房地产方面，2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位，地产行业有所回暖，房地产行业整体呈增长趋势。交通运输方面，根据发改委2016年7月对外发布的《中长期铁路网规划》，到2025年，高速铁路3.8万公里左右，随着高速铁路网的建设规模的快速增长，高铁列车需求量也将大幅增长，高铁及城市轨道交通事业的大发展必然带来对轨道车辆及铝型材的巨大市场需求。汽车行业方面，2018年，中国汽车产量2,796.80万辆，同比减少6.59%。

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22日达到全年最高价16,314元/吨，较年初上涨28.33%，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。2018年以来，受俄铝事件扰动及贸易战影响，铝价冲高回落，全年大幅波动，8月之后出现持续下降，2019年2月以来，铝价持续回升。

图2 2017年以来我国铝锭价格走势



资料来源：Wind

行业政策方面，除了持续推进的采暖季限产政策外，2018年12月，工业和信息化部、国家发展改革委发布《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》，要求抑制氧化铝行业盲目扩张，促进氧化铝行业持续健康发展。对氧化铝生产提出了三个重要指标：要以综合回收率在80%以上、综合能耗在380千克标准煤以下、生产1吨氧化铝新水消耗在3吨以下为目标，推动氧化铝行业绿色发展。同时鼓励氧化铝企业之间整合重组。

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，2018年，清理整顿违规产能持续推进，原材料价格大幅上涨，产品价格持续下滑；未来环保政策的趋严、去落后产能的持续推进，将对铝价形成一定支撑，2019年以来，铝价持续

回升。

四、管理分析

2018年，公司董事、副总经理姚国良先生离任，公司选举司兴华先生为董事、副总经理；公司独立董事彭雪峰先生离任，选举瞿霞女士为公司独立董事；公司监事会主席白学成先生离任，选举陈海涛先生为公司监事会主席；选举钱宇先生为公司监事，选举魏国阳先生为公司职工监事；公司副总经理杨杰伟先生离任，选举宋志彬先生为公司副总经理；公司总会计师梅君女士离任，选举郎刘毅女士为公司总会计师。其中司兴华先生，瞿霞女士，魏国阳先生为2018年12月公司正常换届产生。

司兴华先生，2004年3月至2018年2月曾任豫联集团办公室副主任、财务部经理、财务总监。2018年3月至今任公司董事、副总经理。

宋志彬先生，2002年9月至2014年3月，在豫联集团项目开发部工作，历任副经理、经理；2014年3月至2016年12月历任公司生产计划部副经理、经理、生产总监；2016年12月至2018年11月任豫联集团总经理助理；2016年12月至今任公司计划发展部经理。2018年12月至今任公司副总经理。

管理制度方面，公司新增了《防范控股股东资金占用制度》，修订了《内幕知情人登记备案制度》。

为防范控股股东及其关联方资金占用，进一步加强和规范公司的资金管理和维护公司全体股东和债权人的合法权益，公司制定了《防范控股股东资金占用制度》。规定了公司与控股股东、实际控制人及其关联人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，各自独立核算、独立承担责任和风险。公司的人员独立于控股股东、实际控制人及其关联人。公司的资产独立完整、权属清晰，不被控股股东、实际控制人及其关联人占用或支配。公司不得为控股股东、实际控制人及其控股子公司等关联人提供资金等财务资助。

总体看，2018年12月，公司管理层换届，公司管理人员更趋年轻化、知识化；公司管理制度进一步完善。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司所在区域河南继续执行采暖季限产政策，公司当年实现营业收入117.51亿元，同比增长1.98%；受2018年公司进行产能转移对固定资产计提大量资产减值损失、供暖季限产、原材料价格高企以及对预付款项计提坏账准备等因素影响，公司经营业绩大幅下滑，2018年，公司实现营业利润-35.50亿元，较上年的-5.31亿元亏损规模进一步扩大；净利润亏损规模由上年的4.65亿元进一步扩大至41.65亿元。

表1 2017~2018年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2017年			2018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		
铝加工	48.91	45.78	11.53	66.17	57.74	1.68	35.28	-9.85
电解铝	23.08	21.60	9.66	13.81	12.05	-6.03	-40.14	-15.69
电	1.97	1.85	24.97	3.15	2.75	5.64	59.83	-19.33

蒸汽	0.43	0.41	-17.93	0.52	0.45	-18.43	19.55	-0.50
煤炭	1.84	1.72	26.62	5.59	4.88	11.35	203.81	-15.27
贸易	30.61	28.65	0.71	25.35	22.12	0.60	-17.17	-0.11
合计	106.84	100.00	8.42	114.59	100.00	1.00	7.26	-7.41

数据来源：公司年报

收入构成方面，2018年，铝加工业务收入同比增长35.28%至66.17亿元，主要系公司冷轧生产线于2017年12月末转固，2017年冷轧产品收入和成本均在在建工程科目反映所致；公司部分电解铝产能于2018年下半年因计划搬迁停产，公司电解铝产量有所下降，电解铝收入同比减少40.14%至13.81亿元；电力板块收入同比增长59.83%，主要系2018年公司电解铝板块产量下降导致自用电量减少，多余部分电量上网、向周边大工业用户销售所致；2018年，公司主要煤矿进入正常生产，煤炭产量同比增加，煤炭板块收入同比增长203.81%至5.59亿元。由于运营资金紧张，公司2018年减少了贸易规模，2018年公司贸易板块收入同比减少17.17%至25.35亿元。公司蒸汽板块收入规模较小，对公司收入规模的影响程度小。

毛利率方面，2018年，公司铝加工板块毛利率较上年下降9.85个百分点至1.68%，主要系原材料成本上升及采暖季限产等导致的铝锭的单位成本上升所致。公司电解铝产品毛利率较上年下降15.69个百分点至-6.03%，主要系原材料价格有所上涨、采暖季限产以及公司进行产能搬迁因素所致。电力板块毛利率较上年下降19.33个百分点至5.64%，主要系公司原料煤采购价格上涨以及公司上网电量增加使得平均含税电价下降所致。煤炭板块毛利率较上年下降15.27个百分点至11.35%，主要系一方面上年停产期间所有费用计入管理费用，另一方面2018年恢复生产初期的巷道开拓、设备改造费用较高以及煤质尚未达到正常水平所致。综上，公司2018年综合毛利率为1.00%，较上年下降7.41个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入16.12亿元，同比减少40.16%，主要系林州市林丰铝电有限责任公司（以下简称“林丰铝电”）和河南中孚铝业有限公司（以下简称“中孚铝业”）产能转移影响所致；实现营业利润-2.56亿元，较上年同期的-3.65亿元亏损幅度有所减少，实现净利润-2.59亿元，较上年同期的-2.84亿元亏损幅度略有下降。

总体看，2018年，公司收入规模基本保持稳定；综合毛利率明显下滑，加之计提较大规模的资产减值损失，公司亏损规模进一步扩大。

2. 有色金属板块

（1）采购情况

2018年，公司主营业务仍为电解铝及铝深加工业务，原材料仍然主要为氧化铝、电和煤炭。主要受铝锭产量下降影响，公司氧化铝采购量同比减少16.54%，电力采购量同比减少19.57%，炭素采购量同比减少33.43%。公司电厂2018年稳定运行，多余部分电量上网、向周边大工业用户销售，因此煤炭采购量较上年变化不大。

表2 2017~2018年公司原材料采购情况

产品	项目	2017年	2018年	变动率(%)
氧化铝	采购量(万吨)	127.86	106.71	-16.54
	采购价格(元/吨)	2,481.27	2,535.52	2.19
电力	采购量(亿度)	97.19	78.17	-19.57
	其中：自给量(亿度)	60.56	51.91	-14.28

	采购价格（元/度）	0.36	0.38	5.56
煤炭	采购量（万吨）	335.59	345.67	3.00
	其中：自给量（万吨）	22.71	26.10	14.93
	采购价格（元/吨）	440.24	460.13	4.52
炭素	采购量（万吨）	33.80	22.50	-33.43
	其中：自给量（万吨）	17.68	12.28	-30.54
	采购价格（元/吨）	3,259.15	3,075.33	-5.64

资料来源：公司提供

采购均价方面，2018年原材料价格整体变动不大，其中氧化铝采购均价同比增长2.19%；电力采购均价同比增长5.56%，主要系2017年下半年火电标杆电价上调所致；煤炭采购价格同比增长4.52%；炭素采购价格同比下降5.64%。

电力方面，公司本部生产所需电力主要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全部外购，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90万千瓦，2018年发电量为67.28亿度，较上年减少5.55%。

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。2018年，受采暖季政策影响，炭素厂限产50%，中孚实业全年生产炭素10.96万吨，较上年的16.93万吨大幅下降；子公司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”），大部分外购。目前公司拥有4个在产煤矿，煤炭生产能力达215万吨/年。2017年，豫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；2018年，公司主要煤矿回复正常生产，产量大幅增长，2018年公司煤炭销量合计169.81万吨，同比增长161.45%，其中自用量26.10万吨，外销量143.71万吨。

表3 2017~2018年公司拥有的煤炭资源及生产情况（单位：万吨/年、万吨）

公司名称	生产能力	2017年		2018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	15.19	29.64	17.8	49.5
登封市金星煤业有限公司	30	--	3.73	0.97	17.12
郑州广贤工贸有限公司新丰煤矿	60	6.94	8.85	1.4	49.72
郑州市慧祥煤业有限公司	45	0.6	--	5.93	27.37
郑州市磴槽集团伊川县金窑煤矿有限公司	15	--	--	--	--
合计	230	22.73	42.22	26.1	143.71

资料来源：公司提供

注：郑州市磴槽集团伊川县金窑煤矿有限公司由于煤炭产能较小，为贯彻落实河南省政府化解过剩产能煤矿关闭退出实施方案，目前公司正对其进行资源整合，待整合后再进行开采。

总体看，2018年，由于公司铝锭及铝深加工产量均有所下降，公司原材料采购量有所减少，原材料采购价格有所上涨。

（2）产品生产

公司铝精深加工项目于2017年底投产，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，公司林丰铝电电解铝产能 25 万吨于 2018 年 12 月正式停产，中孚铝业部分电解铝产能 25 万吨于 2019 年 3 月正式停产进行转移，截至 2019 年 3 月底，公司在产电解铝产能共 25 万吨。2018 年，公司铝深加工产能未发生变化。2018 年，公司继续执行河南省的采暖季限产政策：炭素厂限产 50%、电解铝厂限产 30%。产量方面，2018 年，公司铝锭产量同比减少 21.64%，主要系公司于 2018 年年底进行电解铝产能转移及环保限产所致；铝加工产品产量同比减少 12.02%，主要系原铝自给量减少所致。受此影响，铝锭和铝加工产能利用率分别较上年下降 19.56 个百分点和 8.05 个百分点至 70.83% 和 58.90%。

表 4 2017~2018 年公司主导产品的生产情况¹（单位：万吨/年、万吨、%、百分点）

产品名称	项目	2017 年	2018 年	变化率
铝锭	产能	75.00	75.00	--
	产量	67.79	53.12	-21.64
	产能利用率	90.39	70.83	-19.56
铝加工	产能	80.00	80.00	--
	产量	53.56	47.12	-12.02
	产能利用率	66.95	58.90	-8.05

数据来源：公司提供

成本方面，2018 年，公司生产每吨铝锭约需氧化铝 1.93 吨，交流电 1.36 万度，阳极碳块 0.46 吨，均较上年基本一致。

总体看，受环保政策及产能转移事项影响，公司电解铝产品产量明显减少，产能利用率相应大幅下降；铝加工业务受原铝自给量减少因素影响，产能利用率有所下降。上述业务产能利用情况的下降，使得公司整体经营业绩明显下滑。

（3）产品销售

公司主要销售产品为铝锭和易拉罐罐体料、罐盖料、拉环料等铝深加工产品。

近两年，公司产品产销率均处于较高水平；2018 年，公司铝锭及铝加工产品的销售量分别同比减少 20.80% 和 10.38%，主要系产量减少所致。价格方面，公司铝锭及铝加工产品全年平均销售价格均较上年变化不大。

表 5 2017~2018 年公司产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品名称	项目	2017 年	2018 年	变化率
铝锭	销售量	68.33	54.12	-20.80
	其中自用：	49.64	42.85	-13.68
	平均不含税售价	12,348.49	12,254.92	-0.76
铝深加工产品	销售量	52.82	47.34	-10.38
	平均不含税售价	13,731.91	14,056.12	2.36

数据来源：公司提供²

销售区域方面，2018 年，公司产品仍以国内销售为主，但公司大力扩展国外客户，国外销售收入占当年主营业务收入的 14.08%，较上年的 2.77% 大幅提高。公司对前五名客户实现的营业收入为 21.39 亿元，占年度销售总额 18.21%，客户集中度一般。

¹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。

²此表为未抵销内部交易前数据。

目前，主要产品已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、IATF16949 汽车板认证和 FSSC22000 食品安全管理体系认证，取得了欧盟 CE-PED 压力容器产品工厂认证证书并通过了百威啤酒、可口可乐等饮品厂商认证。2018 年，公司易拉罐罐体料、罐盖料、拉环料产量同比增长 55.4%；2018 年公司累计出口产品 9.5 万吨，同比增长 220%。

总体看，2018 年，公司销量下降明显，但 2018 年以来，公司持续扩大国外销售额，创新铝深加工产品销售模式，加强公司运营资金的快速流转，以满足公司生产经营所需。

3. 贸易板块

跟踪期内，公司贸易板块依然为铝锭贸易，2018 年公司贸易业务收入同比减少 17.17%至 25.35 亿元，主要系相关产品贸易业务规模收缩所致。公司贸易板块毛利率较上年下降 0.11 个百分点至 0.60%，毛利率很低。

公司上游客户主要系外地大贸易商或生产商，2018 年，公司对前五名供应商的总采购金额为 19.17 亿元，占总采购金额的 20.27%，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 19.80 亿元，占年度销售总额 16.86%，销售集中度较低。公司定价模式和结算方式较 2017 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

(1) 电解铝产能转移

2018 年 12 月 12 日，中孚实业发布公告称，为优化资产结构，提升产品成本竞争力，经公司董事会研究决定将林丰铝电进行全面停产并拟进行产能转移至四川省广元市。林丰铝电停产将减少公司电解铝产能 25 万吨，约占公司电解铝产能的 30%；2018 年对林丰铝电固定资产计提减值准备 8.69 亿元，占公司最近一期经审计净资产的 35.70%。

根据公司 2019 年 3 月 1 日发布的《河南中孚实业股份有限公司关于河南中孚铝业有限公司部分产能停产暨拟进行产能转移的公告》（以下简称“《公告》”），受国家中部地区煤炭价格高企影响，中孚铝业经营业绩持续亏损，经营活动净现金流已开始净流出，面临较大生产经营压力。为进一步优化公司电解铝生产所需电力能源结构、降低用电成本、减少火力发电碳排放、实现绿色清洁生产，公司拟将中孚铝业部分电解铝产能（25 万吨产能）停产并向水电资源富集的四川省广元市经济开发区转移。该事项已经公司第九届董事会第三次会议审议通过，并经过公司 2019 年第二次临时股东大会审议通过。本次产能转移计划将对中孚铝业部分产能即 25 万吨/年电解铝涉及的电解槽、铝母线、多功能天车及铸造、组装等配套设备搬迁，因此 2018 年对中孚铝业固定资产计提减值准备 2.75 亿元。

截至目前，以上产能均在建设中，林丰铝电 25 万吨产能计划于 2019 年 10 月投产，中孚铝业 25 万吨产能计划 2019 年 12 月投产。

(2) 股权转让

2018 年 8 月，经公司第八届董事会第五十一次会议审议通过，公司以现金 51,031,388.57 元和 71,303,998.72 元将其持有的上庄煤矿 40%的股权、邢村煤业 37%的股权转让给河南洛纳商贸有限公司。该事项已于 2018 年 8 月完成。

2018 年 8 月，经公司第八届董事会第五十二次会议审议通过，中孚电力将其持有的中孚热力

100%的股权转让给河南洛纳商贸有限公司。该事项已于 2018 年 9 月完成。

2018 年 8 月，经公司第八届董事会第五十二次会议审议通过，公司将其持有的宝烁商贸 20% 的股权、浦发村镇银行 10% 的股权分别转让给河南洛纳商贸有限公司和河南沅荣农业有限公司。目前宝烁商贸 20% 的股权转让事项已经完成，浦发村镇银行 10% 的股权转让事项尚未完成。

总体看，公司电解铝产能搬迁事项虽对当期利润形成较大影响，但产能搬迁后将不受采暖季限产影响，且广元地区电力成本较低，有利于该板块未来盈利能力的提升；公司经营活动资金紧张，公司积极出售相关金融资产进行融资，为公司经营活动提供资金支持。

5. 关联交易

2018 年，公司采购商品、接受劳务关联交易发生额为 0.68 亿元，占同类型交易金额的比例不足 1%，规模很小；出售商品、提供劳务关联交易发生额为 15.23 亿元，占同类型交易金额的比重为 12.96%，主要系售铝产品、材料等。

关联方资金拆借方面，2018 年度公司及子公司向控股股东河南豫联能源集团有限责任公司拆借短期资金累计 415,138.85 万元，拆借资金单笔金额不超过 2 亿元人民币，单笔期限不超过 1 个月。拆借资金的利率水平按照中国人民银行同期贷款基准利率计算，利息 529.66 万元。

总体看，公司与控股股东之间拆借金额较大，控股股东对公司资金支持力度大。

6. 经营关注

(1) 2018 年，公司流动资金紧张，导致公司正常的经营活动受到影响，主要产品产量均有所下降，公司亏损规模进一步扩大。

(2) 公司 50 万吨电解铝产能逐步向电力价格较低且不存在采暖季限产问题的广元搬迁，有利于该板块未来盈利能力的提升，但此次搬迁导致公司对固定资产计提大规模资产减值损失，对公司盈利影响大，且未来相关转移产能投产后，产能的实际释放程度尚存一定的不确定性。

(3) 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。

(4) 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。

(5) 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。

7. 未来发展

未来，公司仍将以“高、精、尖、节能、环保、可持续”为发展方向，依托“一体双翼”发展模式，持续完善“煤-电-铝-铝精深加工”一体化的产业链，积极开发国际先进铝合金新材料新技术，努力实现产业发展的高端化、终端化、高效益。

业务方面，目前公司的铝精深加工业务已进入成果见效期，部分产品已成为国内外知名客户优先供应商。未来，公司将依托全产业链优势，在做优、做强已有产品的基础上，利用已有船级社、汽车板等生产技术优势，积极开拓汽车板、船板、航空板等市场。

财务方面，2019 年，公司拟采取债务重组、市场化债转股等模式，进一步优化公司债务结构。

总体看，公司高端化、终端化、高效益的发展方向明确，铝深加工业务发展前景广阔；但公司发展规划仍需要一定的资金支持。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 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，并出具了带强调事项段、其他事项段或与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见的审计报告。审计报告中提示：中孚实业 2017 年度、2018 年度连续两年亏损，2018 年度归属于母公司的净利润-254,410.49 万元，累计未分配利润-272,321.92 万元，流动负债高于流动资产 1,076,217.87 万元，截至 2018 年 12 月 31 日公司部分借款本金及利息逾期，部分资产被诉讼保全，营运资金短缺，偿债能力薄弱，其持续经营能力存在重大不确定性。

公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。2018 年，公司合并范围新增河南中孚高精铝材有限公司、广元市林丰铝电有限公司、广元市林丰铝材有限公司、河南科创铝基新材料有限公司，因转让不再包括河南中孚热力有限公司，净增加 3 家，截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司 25 家，2019 年 1~3 月，公司合并范围新增广元中孚高精铝材有限公司和广元中孚科技有限公司，跟踪期内，公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性尚可。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 229.04 亿元，负债合计 204.70 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）24.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 33.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 117.51 亿元，净利润（含少数股东损益）-41.65 亿元，其中，归属于母公司净利润为-25.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.48 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 220.46 亿元，负债合计 198.69 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）21.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 31.49 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.12 亿元，净利润（含少数股东损益）-2.59 亿元，其中，归属于母公司净利润为-1.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.23 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 229.04 亿元，较年初减少 10.42%，主要系非流动资产减少所致；公司总资产中流动资产占 22.31%，非流动资产占 77.69%，公司资产仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 51.11 亿元，较年初减少 3.39%；公司流动资产主要由货币资金（占 49.52%）、应收账款（占 8.79%）、预付款项（占 7.37%）、其他应收款（占 10.54%）和存货（占 19.19%）等构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 25.31 亿元，较年初大幅增长 44.64%，主要系随着公司外销业务规模的扩大，公司银行承兑汇票及信用证保证金增加所致；其中使用受限货币资金 24.23 亿元（占货币资金的 95.74%），主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金及保函保证金。公司货币资金受限比例很高。

截至 2018 年底，公司应收账款 4.49 亿元，较年初减少 9.51%，主要系公司收回铝精深加工业部分款项所致，其中单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占 34.70%，其中公司对联合金属科技（威海）有限公司的应收账款 0.23 亿元由于对方被列入失信被执行人名单，公司已全额计提坏账准备，对郑州新东方能源有限公司的应收账款 0.14 亿元由于预计无法收回，已全额计提

坏账准备：按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 65.30%，其中账龄在一年以内（包括一年）的应收账款占 89.59%。截至 2018 年底，公司共计提坏账准备 0.88 亿元，综合计提比例为 16.34%；前五名应收账款欠款方余额合计 2.68 亿元，占总额的比重为 49.85%。

截至 2018 年底，公司预付款项 3.77 亿元，较年初减少 45.89%，主要系将部分账龄较长的预付款转入其他应收款所致；公司预付款项账龄集中在 1 年以内，占比 88.77%；前五名余额合计 1.25 亿元，占当年底预付款项总额的 33.26%。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值 5.39 亿元，较年初增长 49.13%，主要为本期将部分账龄较长的预付款转入其他应收款所致。公司其他应收款按照单项金额重大并单独计提坏账准备的账面余额占 54.64%，主要包括对河南金丰煤业集团有限公司（以下简称“金丰煤业”）的预付款项转入，公司对金丰煤业的其他应收款账面余额共 3.31 亿元，已计提坏账准备 1.66 亿元，金丰煤业长期为公司供煤，属于公司稳定供应商，近年来公司一直与其有煤炭购销业务往来，累计向其预付煤款 2.38 亿元，2017 年金丰煤业受登封地区煤矿停产影响业绩不佳，2018 年进行采煤工作面开拓，需要投入生产恢复资金，原煤产量也较低，同时受新增融资困难影响，短期内偿还全部资金存在困难，考虑到金丰煤业正常生产后尚存在还款能力，因此对其应收款按 50% 计提坏账准备；此外，公司对河南嘉拓煤炭运销有限公司其他应收款账面余额 1.09 亿元，已计提坏账准备 0.56 亿元，河南嘉拓煤炭运销有限公司亦系公司煤炭供应商，为保证煤炭长期稳定供应，公司累计向其预付煤款 1.03 亿元，暂借款 0.06 亿元，受 2017 年度登封地区煤炭区域性停产影响，一直未向公司供煤。公司与其多次进行沟通，但其短期内偿还全部资金存在困难，公司同意其陆续进行偿还，但由于回收期较长且具有不确定性，公司对其应收款按 51.60% 计提坏账准备。公司其他应收款中按照信用风险特征计提坏账准备的占 45.36%，账龄主要集中在 1 年以内（占 83.04%），坏账综合计提比例为 17.48%。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 9.81 亿元，较年初减少 42.38%，主要系 2018 年底林丰铝电停产及减少原材料库存所致；账面余额中原材料占 24.82%，在产品占 44.73%，库存商品占 30.43%；计提跌价准备 1.13 亿元。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 177.93 亿元，较年初大幅减少 12.25%，主要系固定资产减少所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 80.64%）和无形资产（占 12.87%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产 143.48 亿元，较年初减少 10.05%，主要系因电解铝产能转移计提固定资产减值准备所致；公司固定资产以房屋及建筑物（占 26.77%）和机器设备（占 72.42%）为主；累计计提折旧 62.99 亿元，累计计提减值准备 12.84 亿元，固定资产成新率为 71.28%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 22.90 亿元，较年初小幅减少 3.12%，变动不大；其构成仍以采矿权（占 89.97%）和土地使用权（占 9.68%）为主；公司无形资产累计摊销 4.56 亿元，累计计提减值准备 4.25 亿元。

截至 2018 年底，公司全部受限资产合计 134.70 亿元，占公司同期资产总额的 58.81%，所占比重较高，对公司资产的整体流动性产生不利影响。

表 6 截至 2018 年底公司受限资产情况（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	241,137.45	10.53	保证金
货币资金	1,205.28	0.05	诉讼保全

应收票据	20,800.00	0.91	借款质押
应收账款	137,760.14	6.01	借款质押
存货	10,600.00	0.46	借款质押
固定资产	902,648.77	39.41	借款抵押
固定资产	18,689.84	0.82	票据抵押
无形资产	14,157.81	0.62	借款抵押
合计	1,346,999.29	58.81	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司总资产 220.46 亿元，较上年底减少 3.75%；其中流动资产占 19.46%，较上年底的 22.31%有所下降，主要系货币资金减少所致。

总体看，2018 年，受公司产能转移影响，对固定资产计提大额减值损失，导致公司资产总额明显下降。公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

(1) 负债

截至 2018 年底，公司负债合计 204.70 亿元，较年初小幅增长 1.28%。其中流动负债占 77.54%（年初为 54.96%），非流动负债占 22.46%（年初为 45.04%），流动负债占比大幅提高。

截至 2018 年底，公司流动负债 158.73 亿元，较年初大幅增长 42.88%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致；以短期借款（占 4.48%）、应付票据（占 27.22%）、应付账款（占 14.50%）、预收款项（占 5.76%）和一年内到期的非流动负债（占 44.32%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 7.11 亿元，较年初增长 16.27%，主要系公司 2018 年应付票据到期后银行垫款 2.47 亿元所致，公司短期借款以质押借款（占 23.13%）、保证借款（占 39.38%）和应付票据到期银行垫款（占 34.68%）为主；期末已逾期未偿还的短期借款总额为 1.30 亿元，借款银行为建设银行巩义市支行。公司应付票据 43.20 亿元，较年初增长 18.59%，主要系本年通过票据结算的贷款增加所致；期末已到期未支付的应付票据总额为 2.47 亿元，已重分类为短期借款；期末已到期未支付的商业承兑汇票总额为 3.19 亿元，已重分类为应付账款。公司应付账款 23.02 亿元，较年初增长 35.38%，主要系部分期末商业承兑汇票到期未支付重分类至应付账款所致；公司应付账款主要由应付材料款（占比 57.56%）、工程款（占 19.31%）和到期商票未支付（占 13.85%）构成。公司预收款项为 9.14 亿元，较年初减少 27.86%，主要系公司电解铝产能转移导致预收铝款减少所致。公司一年内到期的非流动负债 70.35 亿元，较年初增长 174.74%，主要系一年内到期的长期借款及长期应付款增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 45.97 亿元，较年初大幅减少 49.50%，主要系长期借款和长期应付款减少所致；公司非流动负债以长期借款（占 74.01%）和长期应付款（占 19.12%）为主。

由于公司现金流紧张及经营业绩下滑因素影响，公司间接融资能力大幅下降。截至 2018 年底，公司长期借款 34.02 亿元，较上年大幅减少 46.00%；期限结构方面，1~2 年的 26.33 亿元，2~3 年的 0.12 亿元，3 年以上的 7.57 亿元。截至 2018 年底已逾期未偿还的长期借款总额为 4.13 亿元。公司长期应付款 8.79 亿元，较年初大幅减少 53.84%，主要系公司长期应付款陆续到期所致；截至 2018 年底，已逾期未偿还的长期应付款为 14.10 亿元。

截至 2018 年底，公司全部债务 165.26 亿元，较年初减少 2.31%，其中短期债务占 74.09%，占比较年初提高 27.25 个百分点。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 89.37%、87.16%和 63.75%，分别较年初提高 10.32 个百分点、11.21 个百分点和 1.08 个百

分点，公司债务负担明显加重，短期偿债压力大幅增加。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 198.69 亿元，较上年底减少 2.93%，主要系非流动负债减少所致；非流动负债占 18.62%，较上年底的 22.46% 进一步下降。截至 2019 年 3 月底；公司非流动负债合计 37.01 亿元，较上年底减少 19.50%，主要系长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

总体看，2018 年，公司债务规模同比虽变化不大，但债务负担很重，短期债务偿付压力很大。公司债务存在较大规模的逾期，公司间接融资能力明显下降，进一步加大了公司整体的债务偿付压力。

(2) 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 24.34 亿元，较年初大幅减少 54.55%，主要系公司本年度亏损导致的未分配利润及少数股东权益大幅减少所致；归属于母公司所有者权益 33.01 亿元，其中股本 19.61 亿元，资本公积 38.09 亿元，盈余公积 2.54 亿元，未分配利润-27.23 亿元，所有者权益稳定性差。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 21.76 亿元，较上年底减少 10.60%，主要系公司未分配利润减少所致。其中归属于母公司所有者权益为 31.49 亿元，结构较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润大幅亏损，对公司整体权益规模影响显著，公司所有者权益结构稳定性差。

4. 盈利能力

2018 年，公司所在区域河南继续执行采暖季限产政策，公司当年实现营业收入 117.51 亿元，同比增长 1.98%；受 2018 年公司进行产能转移对固定资产计提大量资产减值损失、供暖季限产、原材料价格高企以及对预付款项计提坏账准备等因素影响，公司利润规模大幅下滑，2018 年，公司实现营业利润-35.50 亿元，较上年的-5.31 亿元亏损规模进一步扩大；净利润亏损规模由上年的 4.65 亿元扩大至 41.65 亿元。

从期间费用看，2018 年公司期间费用总额为 18.00 亿元，同比增长 24.67%，主要系研发费用及财务费用增长所致；其中销售费用 1.11 亿元，同比增长 90.91%，主要系铝深加工产品销售运费增加所致；管理费用 2.16 亿元，同比减少 24.35%，主要系 2017 年下属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 12.02 亿元，同比增长 19.32%，主要系本期资本化利息减少所致；研发费用 2.70 亿元，同比增长 193.11%，主要系铝深加工项目投产后公司加大对新产品研发力度所致。2018 年公司费用收入比为 15.31%，较 2017 年提高 2.79 个百分点，费用控制能力进一步下降。

非经常性损益方面，2018 年公司计提资产减值损失 18.28 亿元，较上年增长 16.52 亿元，主要系公司对林丰铝电电解铝产能转移，对固定资产计提大额减值损失所致。公司实现资产处置收益 0.11 亿元，较上年的 1.83 亿元大幅减少，主要系 2017 年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、公司子公司林丰铝电转让 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 2018 年公司出现大额亏损，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 16.56 个百分点、11.81 个百分点和 98.64 个百分点至-14.02%、-9.64%和-106.94%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.12 亿元，同比减少 40.16%，主要系林丰铝电和中孚铝业产能转移影响所致；实现营业利润-2.56 亿元，较上年同期的-3.65 亿元亏损幅度有所减少，实

现净利润-2.59 亿元，较上年同期的-2.84 亿元亏损幅度略有下降。

总体看，2018 年，受供暖季限产以及原材料价格上涨等因素影响，公司主营业务盈利能力大幅下滑，加之资产减值损失对公司利润侵蚀严重，以致公司严重亏损。

5. 现金流

从经营活动看，2018 年公司经营活动现金流入为 121.50 亿元，同比减少 1.44%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 119.18 亿元，同比增长 2.02%；2018 年，公司经营活动现金流出为 112.94 亿元，同比减少 4.47%；公司经营性净现金流为 8.57 亿元，同比增长 69.52%。2018 年，公司现金收入比为 101.43%，较上年的 101.39%变动不大，公司收入实现质量保持良好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 1.44 亿元，同比减少 55.63%，主要系上年收到机组补偿款和林丰铝电电解铝产能置换指标转让款所致。2018 年公司投资活动现金流出 1.64 亿元，同比减少 48.61%，主要系公司上年度投资铝精加工项目所致。2018 年公司投资活动现金流净额由 2017 年的净流入 0.04 亿元变为净流出 0.21 亿元。

从筹资活动来看，2018 年公司筹资活动现金流入 62.24 亿元，同比减少 36.71%，主要系公司融资能力下降所致；筹资活动现金流出 71.06 亿元，同比减少 36.17%，主要系公司部分债务逾期未偿付所致。2018 年公司筹资活动现金流净额-8.83 亿元，持续净流出。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生现金净流入 1.51 亿元，投资活动产生现金净流出 1.23 亿元，筹资活动产生现金净流入 0.95 亿元。

总体看，2018 年公司整体资金紧张，公司缩减各项经营成本支出，经营活动现金流出规模有所下降，公司项目已转固，资本支出减少；由于公司融资能力下降，公司筹资活动现金持续净流出，考虑到公司已逾期及即将到期的各类债务规模，公司短期内外部融资压力很大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于公司流动负债规模的迅速增加，公司流动比率由年初的 0.48 倍降至 0.32 倍；公司速动比率由年初的 0.32 倍降至 0.26 倍。公司现金短期债务比由年初的 0.23 倍降至 0.21 倍，且考虑公司货币资金中受限规模非常大，公司短期偿债能力很弱。

长期偿债能力方面，由于 2018 年公司出现大幅亏损，公司 EBITDA 由上年的 12.06 亿元减少至-14.88 亿元；其中，折旧 7.54 亿元，摊销 0.94 亿元，计入财务费用的利息支出 12.74 亿元，利润总额-36.10 亿元。EBITDA 利息倍数以及 EBITDA 全部债务比分别由上年的 0.95 倍和 0.07 倍降至-1.17 倍和-0.09 倍，公司长期偿债能力很弱。

截至 2018 年底，公司及控股子公司对外担保合计 12.98 亿元，占公司合并口径净资产的 53.32%，主要为公司的互保单位金丰煤业（共 5.23 亿元），2018 年，公司审计报告中已将部分对金丰煤业的预付款项调至其他应收款，并计提了大量减值准备，公司未来面临着较大的或有风险。

截至 2018 年底，公司及控股子公司在各银行申请的授信总额为 85.37 亿元，未使用授信额度为 0.41 亿元，间接融资渠道很狭窄。公司为上市公司，但考虑到公司目前存在退市风险警示，2019 年公司将无法进行直接融资。

截至 2019 年 5 月底，公司重大未决诉讼共计 9 起，涉及金额 132,114.31 万元，主要为到期债务未偿还导致的经济纠纷；其中已达成和解 5 起，涉及金额 70,072.43 万元，未达成和解 4 起，涉及金额 62,041.88 万元。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1041018100017960U），截至 2019 年 4

月 16 日，公司存在关注类贷款 49 笔，涉及金额 40.32 亿元；不良类贷款 4 笔，涉及金额 5.38 亿元。

总体看，2018 年，公司亏损严重，导致融资渠道收窄，融资能力下降，短期偿债能力和长期偿债能力均出现明显下降；且公司银行借款中已经存在逾期情况，但考虑到公司铝产品精深加工生产线运行良好，且已经开拓了一批较为优质的客户，经营活动现金流状况良好，电解铝产能转移事项有利于公司未来盈利能力的提升，公司偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产达 26.08 亿元，约为“孚债暂停”本金（4.32 亿元）的 6.04 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 24.34 亿元，约为债券本金合计（4.32 亿元）的 5.63 倍，但考虑公司货币资金受限规模大，货币资金对债券的保障能力弱。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为-14.88 亿元，公司 EBITDA 对公司债券不具有保障能力。从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 121.50 亿元，约为债券本金合计（4.32 亿元）的 28.13 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 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 8.57 亿元，约为债券本金合计（4.32 亿元）的 1.98 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，公司货币资金及 EBITDA 对债券的保障能力弱，经营活动现金流对债券形成一定的覆盖能力，公司目前融资能力大幅下滑，经营活动受到影响，未来对债券的保障能力下滑，联合评级认为，公司对“孚债暂停”的偿还能力很强。

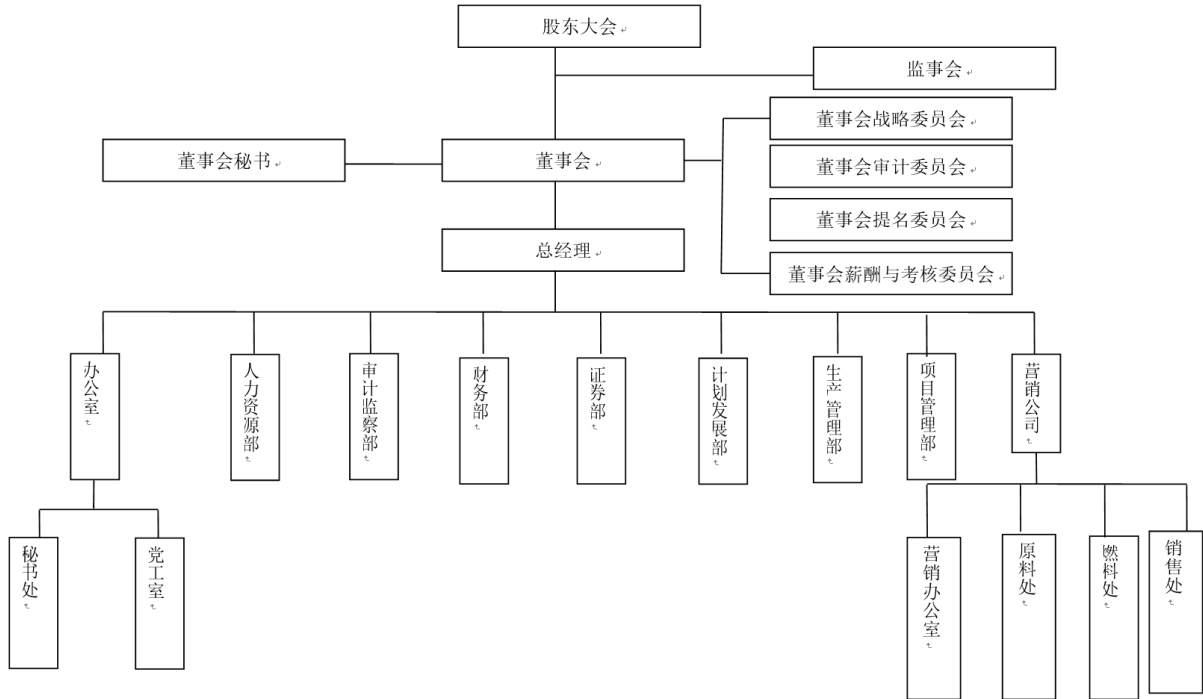
八、综合评价

2018 年，公司铝产品精深加工生产线运行良好，且已经开拓了一批较为优质的客户，经营活动现金流状况良好；公司 2018 年出现大额亏损。同时，联合评级也关注到公司区域环保政策压力大；主要原材料及产品价格变动对公司经营业绩产生不利影响；债务负担很重、财务费用高、资产受限规模大、年内计提资产减值规模很大以及部分债务已出现逾期、外部融资难度较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司电解铝业务尚处于产能转移阶段，未来随着公司电解铝转移产能的顺利投产，公司在相关业务开展过程中，可享受广元市当地较低的水电能源成本，以及当地不受采暖季限产影响等优势，有利于公司整体经营业绩的好转，但该事项仍处推进过程当中，相关业绩预期的实现仍存在一定的不确定性。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望继续“列入评级观察”；同时维持“孚债暂停”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	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	263.58	255.68	229.04	220.46
所有者权益 (亿元)	58.63	53.56	24.34	21.76
短期债务 (亿元)	133.98	79.25	122.45	--
长期债务 (亿元)	46.83	89.92	42.81	--
全部债务 (亿元)	180.81	169.17	165.26	--
营业收入 (亿元)	139.16	115.22	117.51	16.12
净利润 (亿元)	1.61	-4.65	-41.65	-2.59
EBITDA (亿元)	18.81	12.06	-14.88	--
经营性净现金流 (亿元)	7.69	5.06	8.57	1.51
应收账款周转次数 (次)	36.17	21.97	21.45	--
存货周转次数 (次)	8.90	6.36	7.96	--
总资产周转次数 (次)	0.54	0.44	0.48	0.07
现金收入比率 (%)	104.40	101.39	101.43	105.23
总资本收益率 (%)	5.12	2.54	-14.02	--
总资产报酬率 (%)	4.93	2.17	-9.64	--
净资产收益率 (%)	2.78	-8.30	-106.94	-11.22
营业利润率 (%)	10.86	7.95	0.65	2.87
费用收入比 (%)	9.50	12.53	15.31	18.80
资产负债率 (%)	77.76	79.05	89.37	90.13
全部债务资本化比率 (%)	75.51	75.95	87.16	--
长期债务资本化比率 (%)	44.41	62.67	63.75	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.56	0.95	-1.17	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.07	-0.09	--
流动比率 (倍)	0.42	0.48	0.32	0.27
速动比率 (倍)	0.32	0.32	0.26	0.21
现金短期债务比 (倍)	0.23	0.23	0.21	--
经营现金流动负债比率 (%)	4.89	4.56	5.40	0.93
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.35	2.79	-3.44	--

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、2019 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。