

鸿商产业控股集团有限公司公开发行 2016 年公司 债券（面向合格投资者）（第一期）跟踪评级报告 （2020）

项目负责人：商思仪 syshang@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 22 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1102 号

鸿商产业控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；

维持“16 鸿商 01”的信用等级为 **AA+**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十二日

评级观点：中诚信国际维持鸿商产业控股集团有限公司（以下简称“鸿商产业”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16 鸿商 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了有色金属业务规模优势突出且产业链完整、产业投资业务带来较好的投资回报以及资产流动性较好、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到有色金属业务盈利能力弱化、海外业务面临风险、债务规模大幅增长以及公司利润对子公司依赖度较高等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

鸿商产业（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,091.88	1,141.44	1,336.72	1,433.35
所有者权益合计（亿元）	491.12	542.63	582.23	590.09
总债务（亿元）	411.87	411.72	549.62	649.59
营业总收入（亿元）	241.48	259.74	687.07	223.83
净利润（亿元）	29.47	66.69	49.34	11.07
EBITDA（亿元）	110.93	145.44	118.13	--
经营活动净现金流（亿元）	82.37	95.12	26.90	44.94
资产负债率(%)	55.02	52.46	56.44	58.83
鸿商产业（本部）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	103.38	96.95	97.80	96.78
所有者权益合计（亿元）	35.00	34.00	35.79	34.72
总债务（亿元）	66.27	60.74	59.91	59.93
营业总收入（亿元）	0.00	0.08	0.14	0.00
净利润（亿元）	0.51	0.25	1.79	-1.07
经营活动净现金流（亿元）	-11.35	-1.89	-0.07	0.92
资产负债率(%)	66.14	64.93	63.41	64.13

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **有色金属业务规模优势突出且产业链完整。**公司有色金属业务规模优势突出，子公司洛阳栾川钼业集团股份有限公司（以下简称“洛阳钼业”）已逐步发展成为全球最大的白钨生产商和第二大钴、铌生产商、全球前五大钨生产商和领先的铜生产商；磷肥产量位居巴西第二位；同时公司基本金属贸易业务位居全球前三位。此外，公司拥有铜钴、黄金、钼钨及铌等金属的采、冶、加工完整的产业链，抗风险能力强。

■ **新兴产业投资业务带来较好的投资回报。**2019 年以来，公司投资标的宁德时代新能源科技股份有限公司（以下简称“宁德时代”，股票代码 300750.SZ）估值大幅提升，其中 2019 年公司持有的宁德时代股票实现公允价值变动收益 32.58 亿元，为公司带来较多投资回报。

■ **资产流动性较好，融资渠道畅通。**截至 2020 年 3 月末，公司

获得银行授信额度合计 1,196.87 亿元，其中未使用额度 637.80 亿元，备用流动性充足；同时，洛阳钼业作为 A+H 股上市公司，直接融资渠道畅通。此外，截至 2020 年 3 月 31 日，公司本部持有洛阳钼业未质押无限售流通 A 股股份总数 503,022 万股，并通过下属子公司持有宁德时代未质押无限售流通 A 股股份总数 5,967.51 万股，按照 2020 年 3 月 31 日收盘价计算，该部分股份市值分别为 174.55 亿元和 71.84 亿元，可为公司本部债务偿还提供有力保障。

关注

■ **有色金属业务盈利能力弱化，海外业务面临风险。**公司有色金属业务盈利能力受有色金属价格波动影响较大，2019 年以来，主要受铜、钴等价格下降影响，公司盈利能力大幅弱化。此外，公司海外资源开发项目易受区域性政治及经济因素影响，2018 年刚果（金）新矿业法出台对公司产生一定影响；同时公司海外业务主要以美元和当地货币进行结算，面临一定汇率风险。

■ **债务规模大幅增长。**受洛阳钼业并表 IXM 及加大融资力度影响，2019 年以来公司债务规模增长较快，截至 2020 年 3 月末为 649.59 亿元；资产负债率及总资本化比率分别上升至 58.83% 和 52.40%，财务杠杆有所升高。

■ **公司利润对子公司依赖度较高。**公司经营主要通过下属子公司开展，本部资金主要用于开展新兴产业投资等业务，利润主要来源于下属子公司投资收益，对核心子公司依赖度较高。

评级展望

中诚信国际认为，鸿商产业控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，资本结构大幅优化，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**主要金属价格持续性下滑；持有的股权价值大幅下跌且质押比例显著增加；债务规模大幅攀升，短期流动性承压。

同行业比较

部分有色金属企业主要指标对比表

公司名称	2020 年 3 月末 总资产（亿元）	2020 年 3 月末 所有者权益（亿元）	2020 年 3 月末 资产负债率(%)	2019 年营业总收入 （亿元）	2019 年净利润 （亿元）
闽西兴杭	1,491.21	579.66	61.13	1,363.29	48.40
鸿商产业	1,433.35	590.09	58.83	687.07	49.34

注：“闽西兴杭”为“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	债券余额	存续期
16 鸿商 01	AA+	AA+	19.00 亿元	3.30 亿元	2016/09/05~2021/09/05 (3+2)

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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16 鸿商 01”募集资金 19 亿元，募集资金用于偿还公司借款。截至 2020 年 3 月末，募集资金已全部按照募集说明书中的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从

而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

受中美贸易摩擦及需求增速放缓等因素影响，2019 年国内外铜价同比均有所下降；2020 年以来，受疫情影响铜价大幅下跌

美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2020”中的数据统计，2019 年末全球铜矿产资源储量约为 8.71 亿吨（金属量，下同），主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯等国家。中国的铜矿产资源储量位居全球第八位，储量约为 2,600 万吨，占全球储量的 2.99%。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈，中国每年需大量进口铜精矿以满足国内市场需求。近几年我国铜冶炼产能不断扩大，而铜精矿产量增长缓慢，我国铜资源自给水平较低。2019 年以来，环保要求的提高使得一些中小型矿山关闭，少数大型矿山的生产也曾阶段性受限，据安泰科统计，2019 年我国铜精矿产量为 155 万吨，同比减少 0.70%；而消费量约 680 万吨，同比增加 8.16%，存在较大产销缺口，对外依存度高的局面难以改善，铜精矿进口仍将是主要供应来源。

表 1：2019 年末全球铜资源储量情况（万吨）

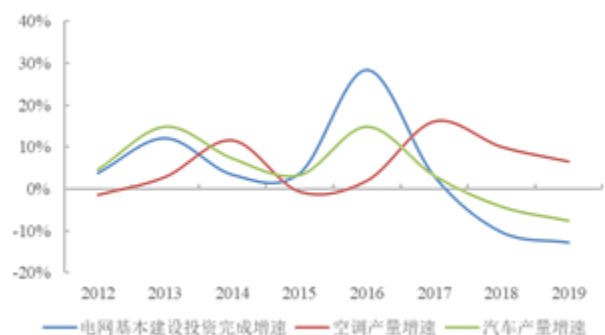
国家	储量
智利	20,000
澳大利亚	8,700

秘鲁	8,700
俄罗斯	6,100
墨西哥	5,300
美国	5,100
印度尼西亚	2,800
中国	2,600
哈萨克斯坦	2,000
刚果（金）	1,900
赞比亚	1,900
其他	22,000
总计（大约）	87,100

资料来源：U.S. Mineral Commodity Summaries, January 2020，中诚信国际整理

需求方面，近年来我国铜消费量始终处于全球第一位。其中，电力行业对铜的需求占比最大，其余依次是空调制冷、建筑业和交通运输。2019 年我国电网基本设施投资完成额为 2.41 亿元，同比下降 12.69%；国内空调产量同比增加 6.50%至 21,866 万台；国内固定资产投资完成额同比增加 5.40%，同比增速略有下降；据中国汽车工业协会数据显示，2019 年国内汽车产量为 2,572 万辆，同比减少 7.50%，同期汽车销量为 2,576 万辆，同比减少 8.20%，汽车行业需求呈疲软态势。受上述下游产业需求变化影响，2019 年我国精铜消费量约为 1,126 万吨，同比增长 0.80%，增速同比下降 3.20 个百分点。

图 1：近年来我国铜行业下游增长情况



资料来源：中诚信国际整理

供应方面，2019 年，受禁止洋垃圾入境政策影响，我国粗铜和废铜进口量同比下降较多，但铜精矿进口量出现较大幅度增长，整体看原材料供应有一定保证。2019 年，我国精铜产量为 896.00 万吨，同比增加 6.10%，受产能扩张影响，增速有所提升；同期受国内产能扩张及需求增速放缓影响，我国精

铜净进口量同比下降 11.40%至 307.70 万吨，但全年国内精铜市场仍呈过剩格局，过剩量为 77.70 万吨，同比有所扩大。

图 2：近年来我国精炼铜产量及增速情况



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

价格方面，2019 年，全球宏观经济下行，制造业表现低迷，需求承压；智利、秘鲁等铜产量大国相继出现生产干扰因素，供给端不确定风险仍然存在。全年铜价总体呈先扬再抑后有小部分回调的震荡态势。2019 年 LME 三个月期铜价格开于 5,862 美元/吨，于 9 月初达到全年最低水平 5,562 美元/吨。年末中美贸易谈判暂时达成部分协议，市场信心再次提振，LME 三个月期铜价格收于 6,183 美元/吨，较年初开盘价上涨 5.48%。整体来看，2019 年 LME 三个月期铜均价为 6,017 美元/吨，同比下跌 8.04%。2020 年以来，受疫情蔓延影响，全球金融市场剧烈波动，铜价大幅下跌，截至 3 月末 LME 三个月期铜价格为 4,797.5 美元/吨，较年初下跌 22.45%。

图 3：近年来 LME 三个月期铜价格走势



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，长期看，以中国为代表的

兴经济体的金属需求对国际铜价影响较大。由于全球经济发展及地缘政治关系仍具有较大的不确定性，且全球需求端疲软现象没有得到根本性改变，未来一段时间内国际铜价或仍将呈震荡下行态势。

2019 年钴下游需求增速放缓，国内外钴价呈波动下降态势；2020 年以来，受疫情蔓延影响，下游需求疲软，国内外钴价进一步下跌

钴是一种银灰色有光泽的金属，因具有很好的耐高温、耐腐蚀、磁性性能而被广泛用于航空航天、机械制造、电气电子、化学、陶瓷等工业领域，是制造高温合金、硬质合金、陶瓷颜料、催化剂、电池的重要原料之一。

资源储量方面，美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2020”中的数据统计，截至 2019 年末全球钴矿产资源储量为 700 万吨（金属量，下同）。从全球范围来看，钴金属资源主要分布于刚果（金）、澳大利亚、古巴、菲律宾、俄罗斯及加拿大等国家。其中，刚果（金）及澳大利亚分别拥有全球约 51.5% 及 17.2% 的钴矿资源，钴资源分布较为集中。

表 2：2019 年末全球钴资源储量情况（金属量、万吨）

国家	储量
刚果（金）	360.0
澳大利亚	120.0
古巴	50.0
菲律宾	26.0
俄罗斯	25.0
加拿大	23.0
马达加斯加	12.0
中国	8.0
巴布亚新几内亚	5.6
美国	5.5
南非	5.0
摩洛哥	1.8
其他	57.0
合计	698.9

资料来源：USGS，Mineral Commodity Summaries 2020

供应方面，据安泰科统计，2019 年全球精炼钴产量约为 13.6 万吨，同比约增长 6.5%，产量增速同比有所放缓，主要系钴价下行，精炼钴生产商利润普遍降低，扩产积极性有所下降所致。近年来，

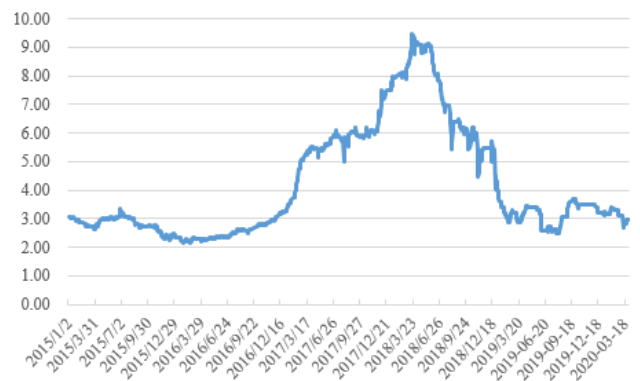
我国钴产业已形成集群效应，精炼钴产能不断扩张。2019 年我国精炼钴产量约为 9.0 万吨，占全球比重约为 66.0%；产量增速约为 11.11%，是全球产量增长的主要来源。

需求方面，2019 年全球钴金属消费量为 13.4 万吨，同比增长近 6.6%，增速同比下降 4.9 个百分点。其中，电池行业用钴量约为 8.4 万吨，占总消费量的 62.4%；高温合金用钴量约为 1.8 万吨，占总消费量的 13.3%；硬质合金和金刚石工具行业、硬面材料行业、陶瓷行业和催化剂行业消费量占比分别为 5.8%、2.9%、4.0% 和 4.3%。国内方面，2019 年我国钴金属消费量约为 6.9 万吨，同比增长约 7.4%，增速同比下降 2.4 个百分点。电池材料仍为国内钴最大应用领域，2019 年消费量为 5.65 万吨，同比增长约 8.55%，增速同比变化不大。其中，钴酸锂材料钴消费量约为 3.25 万吨，受益于日韩 3C 类电池生产向中国转移影响，同比增加 7.5%；NCM 正极材料钴消费量约为 2.4 万吨，同比增加 25%，虽然 2019 年我国新能源汽车受补贴退坡影响产销量不及预期，但受益于单车带电量的提高，动力电池用钴量增速保持高位。此外，2019 年我国硬质合金用钴量约为 0.38 万吨，同比变化不大；高温合金用钴量为 0.20 万吨，受益于航空航天领域的发展，需求量同比有所增加。

价格方面，2019 年国际钴价整体呈波动下降态势。2019 年初，受需求增速放缓影响，国际钴价延续了上一年的下跌态势。3 月末，下游采购的增加以及供给的阶段性趋紧使得国际钴价有所回升；但随后由于市场对未来需求下降的担忧情绪增长，国际钴价再次回落。8 月，嘉能可发布公告称，Mutanda 由于生产不经济将于 2020~2021 年停产两年，并且下调了 Kamoto Copper Company (KCC) 2019 年的产量预期，受此影响，国际钴价再度回升；但由于缺少需求端的支撑，国际钴价在 9 月末再次回落。2019 年末，LME 钴现货价格较年初下降 20.99% 至 3.20 万美元/吨；年均价格同比下降 55.27% 至 3.22 万美/吨。国内方面，2019 年国内钴价走势与国际市场基本一致，从年初的 34.00~36.50 万元/吨下降至

年末的 25.00~27.00 万元/吨；年均价格同比下降 50.00% 至 26.00 万元/吨。2020 年 1 月，由于有消息称中国国储局打算收储金属钴，受此影响，国内钴价有所回升；但 2 月以来，受新冠肺炎疫情蔓延影响，下游需求疲软，国内外钴价均有所下降。截至 2020 年 3 月末，LME 钴现货价格收于 2.95 万美元/吨；2020 年 1~3 月平均价格同比下降 4.19% 至 3.14 万美元/吨。截至 2020 年 3 月末，国内低等级金属钴与高等级金属钴价格分别收于 24.00 万元/吨和 26.00 万元/吨，较年初分别下降 4.00% 和 3.70%。

图 4：近年来 LME 钴现货价格（万美元/吨）



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

整体看，2019 年钴下游需求增速放缓，国内外钴价呈波动下降态势；2020 年以来，受新冠肺炎疫情蔓延影响，下游需求疲软，国内外钴价进一步下跌。

2019 年，国内钼价受下游需求变动影响整体呈先上升后快速回落态势；2020 年一季度，受疫情影响，钼价同比下降

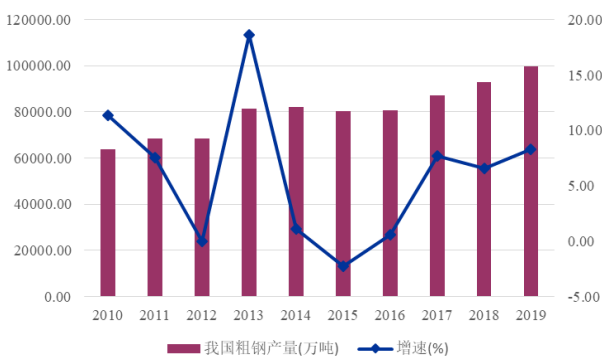
钼是一种银白色的可塑性金属，主要用作钢铁行业各类合金钢的添加剂，可提高合金钢的强度、韧性、耐热性和耐蚀性。此外，钼在化工领域主要用于生产催化剂、润滑剂、油漆以及其他抗腐蚀性的外层涂料和着色剂等。总体来说，钼的下游集中在钢铁业，全球一次消费中约有 80% 的钼以钼铁或焙烧钼精矿的形式用于钢铁行业；14% 以钼酸铵等钼化工的形式用于化工行业；6% 以钼金属的形式用于钼金属制品行业。从终端消费来看，钼主要用于

能源、基础设施、交运、航天军工等领域。

储量方面，根据美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2020”中的数据统计，全球钼资源主要分布在中国、美国、秘鲁等国家，三国合计储量占全球比重达到 78.82%。其中，中国钼储量排名全球第一，占比达到 48.82%，且矿山多为原生矿，品位高、杂质少。2007 年，中国超越美国开始成为全球钼矿第一大供应国。据安泰科统计，2019 年中国钼精矿产量全球占比约为 37.14%；第二为智利，占比约为 27.11%。2017~2019 年，全球钼精矿产量（金属量）分别为 26.73 万吨、26.74 万吨和 27.03 万吨；其中中国钼精矿产量分别为 9.07 万吨、9.35 万吨和 10.04 万吨，分别同比增长 8.50%、3.03% 和 7.44%，为全球钼精矿增量主要来源。

需求方面，2019 年，全球粗钢累计产量为 18.70 亿吨，同比增加 3.40%，增速同比下降 1.20 个百分点，除亚洲和中东地区产量增加外，其他地区的粗钢产量同比均有所下降。2019 年，亚洲地区粗钢产量为 13.42 亿吨，同比增加 5.70%，是全球粗钢产量增量的主要来源。国内方面，2019 年我国粗钢产量为 9.96 亿吨，同比增加 8.30%。据安泰科统计，2019 年全球钼消费量为 26.20 万吨，同比增加 0.84%，主要受美国、日本等国消费量下降影响，增速同比下降 1.72 个百分点。其中，据安泰科统计，2019 年我国钼消费量为 9.38 万吨，受益于不锈钢及特钢等含钼钢产量的大幅增加，我国钼消费同比增加 8.51%，增速同比上升 6.74 个百分点；同期，我国钼产品净出口量为 0.14 万吨，全年产品过剩量为 0.13 万吨。

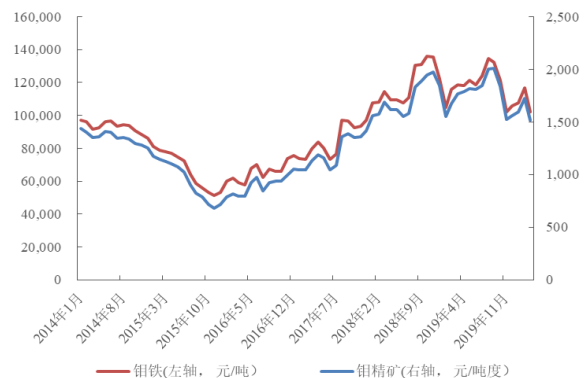
图5：近年来我国粗钢产量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

价格方面，2019 年上半年，受供应趋紧影响，国内钼精矿价格小幅上涨；但钼铁价格受需求较弱影响增幅有限。7 月以来，由于下游钢厂集中放量招标，需求短期内快速增长，加之供给端高品质矿供应紧张、部分矿山停止出货或进行检修，钼精矿及钼铁价格均快速上升，并于 8 月中旬升至年内最高水平。但第四季度以来，受钢厂需求低迷影响，国内钼价大幅下跌。截至 2019 年末，国内钼精矿及钼铁价格分别为 1,560 元/吨度和 10.60 万元/吨，较年初分别下降 8.24% 和 4.50%。2019 年我国钼精矿平均价格为 1,765 元/吨度，同比上升 2.35%；钼铁平均价格为 11.80 万元/吨，同比下降 0.50%。2020 年初，钼原料供应紧张推动钼价走高，但 2 月以来受疫情影响快速回落。2020 年 1~3 月，我国钼精矿平均价格为 1,612 元/吨度，同比下降 3.10%；钼铁平均价格为 10.88 万元/吨，同比下降 3.40%。

图6：近年来我国钼铁及钼精矿价格情况



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

总体来看，2019 年前三季度，国内钼价整体呈上升态势，且 7 月以来受需求大幅增加影响，钼价快速上涨；但第四季度以来，受下游需求低迷影响，钼价迅速回落。2020 年以来，受原料供应紧张及疫情影响，钼价同比下降。

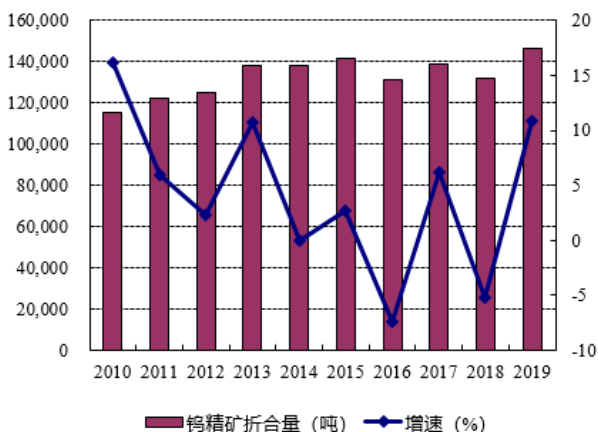
2019 年，受宏观经济增幅放缓等因素影响，钨下游需求低迷，钨产品价格跌幅较大；2020 年以来，疫情蔓延使得需求持续低迷，钨产品价格承压

钨是自然界熔点最高的金属之一，最大特点是

高密度，具备良好的导电、导热性。钨是经济和国防中不可替代的基础材料和战略资源，被誉为“工业的牙齿”。钨主要以三氧化钨的形式存在，主要用于生产硬质合金（钨的最大终端使用行业）、钨铁、钨材及化工产品。其中硬质合金主要应用于汽车、航空航天、采矿、石油及天然气、电子等行业。

中国是世界上钨资源最丰富的国家，截至2019年末已探明储量190万吨（含钨量），约占全球总量的59.38%，主要分布在湖南、江西等地，目前世界钨供给量约80%来自中国。我国钨矿类型以白钨矿为主，黑钨矿和黑白混合钨矿为辅，其中白钨资源占钨总储量的69%。我国也是钨消费大国，由于持续过度开采，目前我国钨资源储量日益减少，尤其黑钨资源面临枯竭，此外钨矿山品位也呈明显下降趋势。

图 7：近年来我国钨精矿折合产量及增速情况



注：上图对 2018 年数据进行追溯调整。

数据来源：中国有色金属工业协会，中诚信国际整理

供应方面，据中国有色金属工业协会统计数据，2019年我国累计生产钨精矿（折合65%三氧化钨）14.64万吨，同比增加10.89%。其中，江西、湖南和河南三地产量分别为6.09万吨、4.44万吨和1.82万吨，占全国总产量比重分别为41.60%、30.33%和12.43%。其中，江西和湖南是国内钨的主产地；河南是副产钨产地，主要来源为钼矿回收。

需求方面，2019年我国钨消费量为5.64万吨，同比减少2.67%。钨消费领域主要包括硬质合金、钨特钢、钨材及钨化工。其中，硬质合金为钨最主要

的消费领域，占钨总需求量的一半以上，2019年受全球经济增速放缓影响，我国硬质合金产量同比有所下降，其对钨的消费量同比下降7.00%至3.04万吨。特钢方面，2019年我国高速工具钢累计产量为11.80万吨，同比大幅增长，带动其对钨消费量同比增长2.58%至1.12万吨。同期，受益于较多的高温合金项目，钨材对钨消费量同比增长3.50%至1.21万吨；钨化工同比增长2.02%至0.27万吨。受上述因素共同影响，2019年我国钨消费量小幅下降。

价格方面，2019年一季度，受春节停产检修以及环保限产影响，钨精矿供应偏紧，钨价一度小幅上涨；3月以来，供给端限产政策解除，供应有所增加，但需求端受经济增速放缓等因素影响，消费持续低迷，钨价呈下跌态势；9月泛亚APT库存拍卖，成交价格高于预期，带动钨市场价格触底回升；第四季度以来，由于缺少需求端支撑，钨价先下跌，随后受成本支撑影响又小幅上涨。整体看，2019年我国钨精矿及APT年均价格同比分别下降15.76%和18.71%至8.91万元/吨和13.62万元/吨。2020年以来，疫情使得国内正常生产秩序被打破，2月受供应偏紧影响，钨价一度小幅上涨；3月以来，钨精矿生产基本恢复正常，但受下游需求不足影响，钨价有所下跌。2020年1~3月，我国钨精矿及APT平均价格同比分别下降6.86%和8.90%至9.05万元/吨和13.80万元/吨。

图 8：近年来我国钨精矿及 APT 价格走势（万元/吨）



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

总体来看，2019年以来，受宏观经济增幅放缓

等因素影响，钨下游需求低迷，钨产品价格跌幅较大。2020年以来，疫情蔓延使得需求持续低迷，钨产品价格承压。

2019年，收购BHR使得公司铜、钴权益储量更加丰富，但受矿山品位下降及下游市场需求低迷等因素影响，公司主要金属产品产销量均有所下降。加之铜、钴等金属产品价格下跌，有色金属业务盈利能力大幅下滑

公司有色金属业务的运营主体为子公司洛阳钼业。截至2020年3月末，公司持有洛阳钼业24.69%股权，为洛阳钼业的控股股东；洛阳矿业集团有限公司（以下简称“洛矿集团”）持有洛阳钼业24.68%股权，为洛阳钼业第二大股东¹。截至2020年3月末，洛阳钼业总资产为1,247.85亿元，所有者权益为495.99亿元；2019年洛阳钼业营业总收入为686.77亿元，净利润为17.66亿元，经营活动净现金流为17.05亿元。

铜、钴业务方面，洛阳钼业于2016年11月以26.65亿美元（折合人民币约177亿元）的交易对价完成了对自由港麦克米伦公司于刚果（金）境内运营的Tenke Fungurume Mining S.A.（以下简称“TFM”）公司56%股权的收购，并于2017年4月通过协议控制的BHR Newwood Investment Management Limited（以下简称“BHR”）完成对Lundin Mining Corporation（以下简称“Lundin”）间接持有的TFM24%权益的收购²。2019年6月，洛阳钼业与BHR及其股东方签署《股权转让协议》，拟通过全资子公司CMOC BHR Limited以4.70亿美元的交易对价自转让方处购买其所持BHR100%的股份，同时承接BHR此前用于收购TFM24%股权时本金6.90亿美元的银行贷款，从而获得BHR通过BHR Newwood DRC Holdings Ltd间接持有的TFM24%的权益，上述事项于当年9月完成交割。

¹ 公司于2013年12月成为洛阳钼业控股股东；2014年1月，洛阳钼业发布公告确认其控股股东变更为鸿商产业，洛矿集团确认不再对洛阳钼业拥有控制力，亦无意增持股份获得控制权。

² 2017年1月20日，洛阳钼业与BHR及其投资者签订框架协议，通过协议控制方式获得对BHR及其附属资产的控制权，同时给予BHR

交易完成后，洛阳钼业持有TFM股权比例达80%，公司铜、钴权益资源储量更加丰富。

TFM是一家集铜钴矿石勘探、开采、提炼、加工和销售为一体的矿业公司，主要产品为阴极铜和氢氧化钴，其下属Tenke铜钴矿是全球储量最大、品位最高的铜钴矿之一，矿区面积近1,600平方公里，铜钴资源自给率较高。

表3：2019年末TFM铜、钴资源储量情况(百万吨、%)

	资源量		储量	
	矿石量	品位	矿石量	品位
铜	857.70	2.90	182.60	2.20
钴	857.70	0.29	182.60	0.31

资料来源：公司提供

2019年，Tenke铜钴矿品位有所下降，但得益于矿石采出结构优化，其铜金属产量有所回升；但受市场需求低迷影响，销量有所下降。同期钴金属产销量受品位下降以及市场行情影响均有所减少。中诚信国际关注到，2020年一季度，铜、钴价格均进一步下跌，对公司盈利能力造成一定不利影响。

政策方面，受刚果（金）新矿业法影响，2019年TFM项目向刚果（金）政府交纳税额³2.39亿美元。新矿业法和矿业条例调整后的税收政策增加了公司税收成本，对公司盈利带来一定负面影响。

表4：近年来Tenke铜钴矿产品产销量情况(吨)

		2017	2018	2019	2020.1-3
铜金属	产量	213,843	168,309	177,956	42,694
	销量	214,866	171,961	159,116	39,136
钴金属	产量	16,419	18,747	16,098	3,244
	销量	15,326	19,390	15,130	5,334

资料来源：公司提供

铜、金业务方面，洛阳钼业拥有Northparkes（北帕克斯）铜金矿的非法人合营公司Northparkes Joint Venture（NJV）80%的共同控制权益以及North Mining Limited持有的与北帕克斯铜金矿经营业务相关的若干关联资产。北帕克斯铜金矿（NPM）位于澳大利亚新南威尔士州中西部帕克斯市西北27

投资者相应期间的固定年化退出回报。2017年4月20日，BHR完成对TFM24%股权的收购，按照框架协议安排，洛阳钼业取得TFM24%股权，并应付BHR股东收购款30.71亿元，并将该项目计入其他非流动负债并予以相应回报；此收购款项已于2019年9月付清。

³ 税额为实际缴纳的权益金、增值税及所得税合计金额。

公里，该铜金矿为澳大利亚四大在产铜矿之一，主要产品为铜精矿，副产品为黄金。

表 5：2019 年末 NPM 铜、金资源储量情况(百万吨)

	资源量		储量	
	矿石量	品位	矿石量	品位
铜	616.33	0.55%	132.83	0.55%
金	616.33	0.20g/t	132.82	0.20g/t

资料来源：公司提供

2019 年，受矿山品位下降以及开采难度加大影响，NPM 铜及黄金产量有所下降；同时受市场需求低迷影响，销量亦有所下降，加之铜价下行，该板块收入有所减少。

表 6：近年来 NPM 铜金矿产品产销量情况

		2017	2018	2019	2020.1~3
铜金属 (吨)	产量	34,913	31,931	28,591	7,097
	销量	35,168	31,659	29,191	4,838
黄金 (盎司)	产量	28,198	25,324	19,781	5,532
	销量	--	24,878	20,095	3,699

注：NPM 铜、金产品产量均按 80% 权益口径统计。

资料来源：公司提供

钼、钨业务方面，洛阳钼业拥有集钼钨采选、冶炼、深加工为一体的产业化结构，是全国最大的钼采选及冶炼企业之一，行业地位稳固。公司钼资源丰富，主要分布于河南及新疆地区，其中洛阳钼业本部的三道庄钼矿伴生钨金属。**中诚信国际关注到**，截至 2020 年 3 月末，三道庄钼钨矿的采矿权许可证有效期不足 1 年，需对该矿的许可证补办情况保持关注；新疆哈密市东戈壁钼矿处于规划中，尚未建成投产；上房沟钼矿伴生铁金属，为洛阳钼业合营公司徐州环宇钼业有限公司（以下简称“环宇钼业”）的子公司洛阳富川矿业有限公司（以下简称“富川矿业”）⁴拥有，截至 2020 年 3 月末，洛阳钼业合计持有富川矿业 55% 股权，但洛阳钼业对其无实际控制权，未将其纳入合并报表范围。上房沟钼矿于 2019 年第四季度复产⁵。

⁴ 洛阳钼业持有环宇钼业 50% 股权，环宇钼业持有富川矿业 90% 股权。同时洛阳钼业通过子公司栾川县富凯商贸有限公司间接持有富川矿业 10% 股权。洛阳钼业合计持有富川矿业 55% 股权。根据洛阳钼业与当地政府的协议，当地政府享有富川矿业 8% 的分红权，故洛阳钼业按权益

表 7：2019 年末公司参控股钼资源情况

	资源量		储量		资源可 许可证/ 开采年 采矿权 限 有效期	
	矿石量	品位	矿石量	品位	限	有效期
三道庄（钼）	438.96	0.101	220.47	0.105	11	1
三道庄（钨）	438.96	0.092	220.47	0.123	11	1
上房沟钼矿	462.45	0.139	40.85	0.181	45	14
东戈壁钼矿	441.00	0.115	141.58	0.139	38	25

注：三道庄钼钨矿和上房沟钼矿采用 JORC 准则；新疆东戈壁钼矿采用中国准则。

资料来源：公司提供

2019 年 9 月，洛阳钼业通过全资子公司洛阳栾川钼业集团销售有限公司以 32.69 亿元竞得原昆明泛亚有色金属交易所查封的 2.83 万吨仲钨酸铵，此次成功竞买实现了对钨原料产品的商业收储，也新增了公司的钨资源储备。

2019 年，受矿山品位下降影响，公司钼、钨产品产销量均有所下降。**中诚信国际关注到**，2020 年以来，受疫情影响，钼、钨产品价格有所下跌，对公司盈利能力产生不利影响。

表 8：近年来公司钨钼产品产销量情况（吨）

		2017	2018	2019	2020.1~3
钼产品	产量	16,717	15,380	14,918	3,520
	销量	19,252	18,231	14,969	3,469
钨产品	产量	11,744	11,697	10,722	2,355
	销量	12,062	11,159	10,743	1,782

资料来源：公司提供

铌、磷业务方面，洛阳钼业于 2016 年 10 月以 16.76 亿美元的交易对价完成了对英美资源集团旗下位于巴西境内的铌、磷业务的收购，具体收购内容包括 Anglo American Fosfatos Brasil Limitada（后更名为“Copebras Indtadaosfatos Ltda.”，以下简称“CIL”）和 Anglo American Niobio Brasil Limitada（后更名为“Niobras Mineracão Ltda”，以下简称“NML”）各 100% 股权和相关债权以及 Anglo American Marketing Limited（以下简称“AAML”）的铌销售业务。

NML 是全球第二大铌生产商，主要从事铌矿的

法实际享有富川矿业 47% 的损益。

⁵ 经富川矿业股东大会批准，其生产管理权限委托于洛阳钼业，委托期限为三年。

露天开采及加工。CIL 经营范围覆盖磷全产业链，具体包括磷矿的露天开采、加工及磷肥生产。CIL 拥有的 Chapadão 矿是目前巴西品位最高的磷矿，矿山服务年限至少为 37 年，且 CIL 两个尚未开发的矿床（Coqueiros 和 Morro Preto）均有巨大的资源潜力，是巴西境内开发潜能较大的磷矿项目。CIL 及 NML 的矿山资源主要集中在 Catalão 矿区。

表 9：2019 年末公司铌磷资源储量情况（百万吨、%）

		资源量		储量	
		矿石量	品位	矿石量	品位
铌	矿区一	150.2	1.05	48.9	0.96
	矿区二	452.1	0.28	203.7	0.34
磷	矿区二	452.1	11.22	203.7	12.16

资料来源：公司提供

2019 年，受矿石性质变化影响，铌金属回收率有所降低，导致当年产销量有所下降；受矿石品位下降影响，公司当年磷肥产量小幅下降，但受下游市场提振影响，销量有所回升。整体来看，铌磷板块经营较为稳定。

表 10：近年来公司铌、磷产品产销量情况（吨）

		2017	2018	2019	2020.1~3
铌金属	产量	8,674	8,957	7,489	2,396
	销量	8,548	9,050	7,453	2,307
磷肥	产量	1,152,554	1,116,342	1,097,623	287,624
	销量	1,137,978	1,022,874	1,051,120	205,704

资料来源：公司提供

2019 年，公司因洛阳钼业完成收购 IXM 而新增金属贸易业务实现了产业链延伸，该板块盈利能力较弱

2018 年 12 月，洛阳钼业通过香港全资子公司 CMOC Limited 与自然资源投资基金的全资子公司 New Silk Road Commodities Limited（以下简称“NSR”）签署股权购买协议，以 4.95 亿美元加上目标集团期间净收益作为对价⁶，从 NSR 处购买其持有的 New Silk Road Commodities SA（以下简称“NSRC”）100% 股权，从而通过 NSRC 间接持有 IXM100% 股权。上述事项于 2019 年 7 月完成交割，并于当期末纳入洛阳钼业合并报表范围，从而公司

⁶ 期间净收益指“标的集团合并报表范围内从 2018 年 10 月 1 日至本次交易交割日期间实现的净利润减去标的集团在该期间分红总额之金额”；

新增矿物金属和精炼金属贸易业务，收入规模大幅增加。

IXM 总部位于瑞士日内瓦，是全球第三大基本金属贸易商，业务覆盖全球 62 个国家，构建了全球化的物流和仓储体系，经营金属品种包括铜、铝、铅、锌以及钴、铌等，产品主要销往亚洲和欧洲。IXM 矿物金属贸易主要从矿山与冶炼厂之间商定的加工费/精炼费之差获取利润；精炼金属贸易毛利主要来自于基差的套利。2019 年 7 月交割后至年末，IXM 分别完成矿物金属和精炼金属实物贸易量（销售量）106.20 万吨和 142.19 万吨；2020 年 1~3 月，IXM 分别完成矿物金属和精炼金属实物贸易量（销售量）68.00 万吨和 65.00 万吨。IXM 在进行有色金属现货贸易的同时，也持有可净额结算的同样金属品种的期货合同，从而降低行业周期性和价格波动带来的风险。

收购 IXM 后，洛阳钼业将以 IXM 完善的供应链和客户体系为依托，加快推进业务融合，实现供应链共享，同时深度利用 IXM 的全球销售网络及物流仓储体系的优势，实现原有销售业务的增值。中诚信国际认为，公司新增贸易板块盈利能力较弱，但其可与矿山生产业务产生协同效应，实现了业务的产业链延伸。

投资标的宁德时代上市以来业绩较好，估值大幅提升，公司获得了较好的投资回报；其他标的投资金额较小且尚在培育期

公司产业投资业务主要涉及新能源、智能制造、TMT 和生物医药等领域。截至 2020 年 3 月末，公司投资标的主要包括宁德时代和纳晶科技股份有限公司（以下简称“纳晶科技”）等，未来项目退出方式以 IPO 及股权转让为主。

2019 年，宁德时代动力电池系统销量为 40.25GWh，同比增长 90.04%，连续三年保持销量排名全球第一。公司与宁德时代开展深度合作，在上

洛阳钼业本次收购合计支付约 5.2 亿美元。

游矿产资源与下游试验及商业场地等方面为其提供大力支持；宁德时代上市以来估值大幅提升，2019年公司持有的宁德时代股票实现公允价值变动收益32.58亿元，为公司带来较多投资回报。截至2020年3月末，公司通过子公司西藏鸿商资本投资有限公司（以下简称“西藏资本”）等合计持有宁德时代5,967.51万股股份，持股比例为2.70%，按照2020年3月31日收盘价120.39元/股计算，该部分股权市值为71.84亿元，且无质押。

纳晶科技（证券简称：纳晶科技，证券代码：830933）主要业务是量子点新材料的研究、制造及应用产品的开发，在新型量子点材料的设计、合成及表面修饰居于全球领先地位。2019年，纳晶科技亏损主要是由于当年对存货和商誉分别计提减值准备0.13亿元和0.07亿元。2020年3月13日，纳晶科技发布公告称，拟以4.00元/股的价格定向发行不超过7,900万股（含7,900万股）股票募集资金3.16亿元用于补充流动资金和归还银行贷款等；公司及子公司北京汇桥投资管理有限公司（以下简称“汇桥投资”）于5月认购了其中1,501.18万股新增股份，若此次定向发行的股权登记日纳晶科技登记在册的全体股东（新荟菁除外）均足额认购，则公司及汇

桥投资合计持有纳晶科技3,002.36万股股份，占比20.15%，公司将成为纳晶科技第一大股东，纳晶科技将变更为无控股股东和实际控制人。中诚信国际将对纳晶科技的控股股东及实际控制人变更以及纳晶科技的后续经营情况保持关注。

2019年10月，公司通过下属公司获得联芸科技（杭州）有限公司（以下简称“联芸科技”）4.08%股权，投资金额为8,000万元。联芸科技成立于2014年11月，以数据智能处理与存储管理、信息安全、通用IP、SOC芯片为核心研发方向，是目前国际上为数不多掌握数据智能处理及存储管理芯片核心技术企业之一，其控股股东和二股东分别为杭州弘菱投资合伙企业（有限合伙）和杭州海康威视数字技术股份有限公司。

2015年2月，公司通过下属企业共获得中证机构间报价系统股份有限公司（以下简称“中证报价”）10.60%的股权，投资金额为8亿元。2019年下半年，因监管政策变化等原因，中证报价以其2019年6月30日为基准日进行评估的净资产值为基础确定收购价格进行股份回购，公司退出中证报价投资，收回初始本金8亿元并获得收益7,849.20万元。

表 11：公司新兴产业投资标的的经营情况（%、亿元）

投资日期	2020年3月末 公司持股比例	2019年末总资产	2019年末所有者权益	2019年 营业总收入	2019年 净利润	
宁德时代	2015.12	2.70	1,013.52	421.88	457.88	50.13
纳晶科技	2015.01	19.00	1.97	0.98	0.62	-0.67
联芸科技	2019.10	4.08	3.01	2.80	1.48	-0.23

注：上表中公司对纳晶科技持股比例为截至2020年3月16日数据。

资料来源：公司提供

整体看，投资标的宁德时代上市以来估值大幅提升，为公司带来较多投资收益；2019年以来公司收购纳晶科技并新增对联芸科技投资，其他项目投资金额较小且处于培育期，目前尚未贡献利润。

2019年以来，公司保险业务受增资审批进度影响业务规模有限，需对中法人寿增资事项进展及其后续经营情况保持关注

公司保险业务由子公司中法人寿保险有限责

任公司（以下简称“中法人寿”）负责运营。2017年8月，中法人寿董事会全体成员一致通过《关于中法人寿保险有限责任公司增资扩股方案的议案》，并正式形成《关于增资扩股的决议》。在增资决议中，中法人寿拟新增注册资本人民币130,005万元，除现有股东公司和人济九鼎分别增资39,950万元和17,350万元外，广西长久汽车投资有限公司（以下简称“广西长久汽车”）和宁德时代拟分别增资42,855万元和29,850万元。若增资顺利完成，中法人

寿注册资本将增至150,005万元，其中鸿商集团、人济九鼎、广西长久汽车、宁德时代及CNP将分别持股33.30%、14.90%、28.57%、19.90%和3.33%。公司已向监管机构呈报关于增资扩股的请示，截至2020年3月末仍处于审批过程中，尚未获得监管机构批复。

因股东寻求股权出让等原因，中法人寿自2014年初停止新契约业务，仅经营销售少量保险产品；同时，由于增资扩股事项正处于审批中无法开展新业务，公司保险业务规模有限。2019年以来，中法人寿新单保费全部来自公司内部员工福利保障计划的续保。2019年，中法人寿营业总收入为204.08万元，净利润为-0.62亿元。此外，由于增资扩股事项尚未完成，中法人寿运营需资金支持，近年来公

司已陆续向其提供借款，截至2020年3月末，借款余额为2.62亿元，未来该部分资金将冲抵增资款。

中诚信国际关注到，中法人寿已停止新业务开展，但其维持正常运营对实际资本仍有消耗，需对中法人寿增资事项进展及其后续经营情况保持关注。

公司在建项目计划投资规模较大，但投资进度将根据实际情况进行调整

目前，公司在建项目主要系洛阳钼业的新疆哈密市戈壁钼矿项目及一些现有矿山的维护及改造项目等，投资规模较大。其中，新疆哈密市戈壁钼矿项目仍在规划中，尚未进行大规模建设，公司将根据实际情况调整投资进度。

表 12：截至 2019 年末公司主要在建项目情况（万元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2020 年及以后计划投资
新疆哈密市东戈壁钼矿项目	284,900.00	11,029.92	273,870.08
NML 冶炼工艺改造	107,298.38	83,785.21	23,513.17
Northparkes E48 矿区北部延伸工程	25,716.19	8,486.34	17,229.85
合计	417,914.57	103,301.47	314,613.10

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供

财务分析

以下财务分析基于经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年财务报表以及未经审计的2020年一季度财务报表。2017~2019年财务数据均为审计报告期末数。

受钴、铜等金属价格下行等因素影响，2019 年以来公司盈利指标显著弱化，公允价值变动收益为利润总额主要来源；公司本部盈利主要依赖于投资收益

2019 年公司新增矿物金属和精炼金属贸易业务，营业总收入大幅增加，但当年钴产品量价齐跌，铜价也处于低迷态势，导致铜钴相关产品收入大幅下滑。营业毛利率方面，2019 年铜、钴价格下行，导致铜钴相关产品毛利率大幅下降。此外，受 IXM 经营模式影响，矿物金属贸易业务毛利率为负；精

炼金属贸易业务盈利能力较弱，以上共同使得公司当年营业毛利率大幅下滑。2020 年一季度，主要受洛阳钼业并表 IXM 影响，公司营业总收入同比增长 399.75% 至 223.83 亿元；受 IXM 经营模式及铜、钼等金属价格下跌等因素影响，公司营业毛利率同比下降 20.23 个百分点至 -5.17%。

表 13：公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
铜钴相关产品	138.45	143.74	83.32
铜金相关产品	16.64	14.58	13.23
钼钨相关产品	37.72	47.49	45.05
铌相关产品	16.70	21.56	22.67
磷相关产品	28.34	28.21	28.32
矿物金属贸易	--	--	138.06
精炼金属贸易	--	--	353.70
保险业务及其他	3.63	4.16	2.72
合计	241.48	259.74	687.07
毛利率	2017	2018	2019
铜钴相关产品	40.03	36.19	6.17

铜金相关产品	31.14	29.31	22.05
钼钨相关产品	51.77	60.23	52.77
铌相关产品	25.06	30.01	35.48
磷相关产品	13.13	17.64	18.99
矿物金属贸易	--	--	-11.14
精炼金属贸易	--	--	0.17
保险业务及其他	34.52	36.20	15.65
营业毛利率	36.98	37.67	4.50

注：其他业务板块包括酒店服务、柴油、电力等辅助服务等业务；部分小数点后差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2019年，受洛阳钼业收购IXM影响，公司管理费用同比增长较多；同时债务规模激增使得财务费用增加，但得益于营业总收入提升，期间费用率有所下降。2019年，洛阳钼业通过精细化管理和优化技术指标大力推进降本提效，其同口径现金成本同比削减14.69亿元，但铜、钴价格下行，加之IXM采用期现结合的经营模式，新增的矿物金属贸易业务受会计准则核算口径影响毛利率为负，以上共同使得公司经营性业务利润大幅减少，并由盈利转为亏损状态。但同时，IXM利用衍生金融工具对现货业务进行套期保值⁷，加之持有的宁德时代股票公允价值增长较多，公司当年公允价值变动损益大幅增长，对利润形成了有力补充。此外，2019年，公司处置宁德时代部分股权，投资收益有所增长。

2019年公司EBIT有所下降，叠加总资产及收入规模增长，EBIT利润率和总资产收益率均呈下降态势，盈利指标弱化。

2020年1~3月，公司期间费用率小幅下降，受IXM经营模式影响，经营性业务利润仍呈亏损状态，公允价值变动损益为利润总额的主要来源。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	34.77	21.13	36.74	8.78
期间费用率	14.40	8.13	5.35	3.92
经营性业务利润	51.29	66.71	-13.85	-23.01
资产减值损失	0.57	1.35	0.12	0.25
公允价值变动收益	-4.71	20.01	64.44	29.35
投资收益	1.48	2.22	7.23	3.04
利润总额	47.38	86.54	58.34	9.13

⁷由于IXM对现货全部套保，当金属价格下跌时，按照会计报表统计口径，其经营性业务利润大幅减少，同时期货盈利导致其公允价值变动收益大幅增加。整体来看，2019年交割后IXM归属于母公司股东净利润

净利润	29.47	66.69	49.34	11.07
EBIT	64.01	105.37	81.48	--
EBITDA	110.93	145.44	118.13	--
EBIT利润率	26.51	40.57	11.86	--
总资产收益率	6.12	9.44	6.58	--

注：中诚信国际在分析时将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从公司本部口径来看，公司本部作为投资型控股企业，本部收入规模较小，利润总额主要来自投资收益，2019年受融资成本上升影响财务费用有所增加，期间费用同比增长。

表 15：近年来公司本部口径收入及盈利情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
营业总收入	0.00	0.08	0.14	0.00
期间费用合计	3.46	3.39	3.87	0.84
经营性业务利润	-3.46	-3.32	-3.73	-0.85
公允价值变动损益	0.00	-0.36	-0.34	-0.31
投资收益	3.97	4.02	5.77	0.01
利润总额	0.51	0.16	1.70	-1.15
净利润	0.51	0.25	1.79	-1.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，受铜、钴金属价格下行等因素影响，2019年公司盈利指标弱化；受疫情影响，2020年以来铜、钼等金属价格下跌，对公司盈利能力产生一定不利影响。

2019年以来，洛阳钼业对外并购及经营规模扩大带动公司总资产增加；但债务规模大幅增长推升公司财务杠杆水平

随着洛阳钼业实施对外并购及经营规模扩大，2019年末公司资产总额有所增加。公司资产仍以非流动资产为主，固定资产与无形资产近年来较为稳定，其中无形资产主要为采矿权。流动资产方面，2019年以来货币资金波动较大，其中2019年末下降较多主要系洛阳钼业支付股权收购款、支付昆明泛亚有色金属交易所股份有限公司仲钨酸铵竞拍款及分红等所致；2020年3月末由于经营活动现金回款增加，货币资金大幅增长。2019年，洛阳钼业将IXM并表，导致当期末公司交易性金融资产⁸和

为2.72亿元。

⁸洛阳钼业主要产品铜、铅、锌精矿、氢氧化钴等的售价根据交付时的市场价格暂时确定，价格通常根据交付后指定时期或期间内伦敦金属交

存货大幅增长。此外，2019年以来，由于公司持有的宁德时代股票公允价值增长较多及办理结构性存款等因素，交易性金融资产增长较快。

2019年以来，受洛阳钼业并表 IXM⁹及加大对外融资力度影响，公司负债总额大幅增长，负债中流动负债占比上升，主要由有息债务构成。2019年以来，公司债务规模亦快速增长，其中短期债务占总债务的比重于2020年3月末上升至58.93%，短期偿债压力加大。同时，公司财务杠杆随着债务扩张而升高，截至2020年3月末，公司资产负债率和资本化比率分别上升至58.83%和52.40%。

2019年以来，公司所有者权益随利润累积有所增加，截至2020年3月末为590.09亿元。

表16：近年来公司资产、负债及资本结构情况
(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	312.71	304.53	205.52	248.59
交易性金融资产	0.57	41.14	147.18	197.52
存货	57.05	66.16	207.31	190.23
固定资产	248.01	242.30	250.25	261.11
无形资产	215.50	209.42	208.01	207.95
短期借款	46.76	76.19	212.92	230.65
总负债	600.76	598.81	754.50	843.26
短期债务	140.90	148.32	294.32	382.83
总债务	411.87	411.72	549.62	649.59
未分配利润	50.63	76.95	113.85	121.92
少数股东权益	364.56	394.21	393.31	394.23
所有者权益合计	491.12	542.63	582.23	590.09
资产负债率	55.02	52.46	56.44	58.83
总资本化比率	45.61	43.14	48.56	52.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部方面，2019年末，公司本部总资产和总负债同比变化不大，公司产业投资项目主要通过下属子公司为主体具体实施，相应形成集团本部账面的其他应收款，其中主要系与鸿商产业国际有限公司和西藏资本等子公司的往来款，用于开展新兴产业投资等业务；2020年2月，公司本部收购广东资雨泰融资租赁有限公司持有的上海商聚实业有

限公司（以下简称“商聚实业”）全部股权¹⁰，并代其偿还股东借款3.37亿元，计入“其他应收款”科目，截至2020年3月末，其他应收款总资产（对洛阳钼业长期股权投资以成本法计量）比重较高，需关注下属子公司资金使用情况。2019年以来，公司财务杠杆较为稳定。

表17：近年来公司本部资产、负债及资本结构情况
(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	24.28	16.98	14.38	23.32
交易性金融资产	0.00	1.26	4.65	3.74
其他应收款	54.96	56.18	58.72	49.52
长期股权投资	10.61	10.61	10.61	10.61
总资产	103.38	96.95	97.80	96.78
短期借款	27.45	20.97	19.80	19.80
总负债	68.37	62.95	62.02	62.06
短期债务	27.45	20.97	19.80	19.80
总债务	66.27	60.74	59.91	59.93
所有者权益合计	35.00	34.00	35.79	34.72
资产负债率	66.14	64.93	63.41	64.13
总资本化比率	65.44	64.11	62.60	63.32

资料来源：公司财务报表

2019年公司盈利和获现能力大幅弱化，加之年末债务规模大幅增长，各项偿债指标均有所弱化

2019年铜、钴产品价格下跌使得铜钴板块收入下滑，加之洛阳钼业支付仲钨酸铵竞拍款以及新增金属贸易业务后经营获现能力有所下降，以上使得公司全年经营活动现金净流入金额大幅下滑；由于洛阳钼业支付股权收购对价及在建项目投入，公司投资活动现金流仍保持净流出状态；受偿还黄金租赁业务支付现金增多、支付应付 BHR 股东收购款项及利息支出上升影响，公司筹资活动现金净流出金额大幅增长¹¹。2020年一季度，公司投资活动现金净流出金额同比大幅增长主要系当期购买较多结构性存款所致。

2019年受利润大幅下滑及债务规模大幅扩张影响，公司 EBITDA/总债务和 EBIT 利息保障倍数

易所报的月平均现货价格或其他约定的组价方式确定。洛阳钼业将相关业务形成的应收账款分类为按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

⁹ 2018年末 IXM 总资产为213.14亿元，所有者权益为31.14亿元，总债务约为142亿元，其中短期债务约为134亿元。

¹⁰ 收购日商聚实业净资产为负，其计入公司“长期股权投资”金额为1万元。

¹¹ 2019年公司筹资活动现金流呈净流出状态，但债务规模显著增加，债务增长主要为洛阳钼业并表 IXM 所致。

有所下降。此外，公司经营获现能力大幅下降叠加当年支付较多股利，经营活动净现金流剔除偿还利息、分配股利后，其对总债务无法形成有效覆盖。2019年以来，由于短期债务规模大幅上升，货币资金对短期债务的保障倍数明显下降。

表 18：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	82.37	95.12	26.90	44.94
投资活动净现金流	-23.07	-29.57	-30.01	-74.23
筹资活动净现金流	66.12	-40.61	-90.44	54.15
经营活动净现金流/利息支出	4.95	5.05	1.16	--
经调整的 CFO/总债务	14.20	16.59	-3.38	--
EBITDA/总债务	0.27	0.35	0.21	--
EBIT 利息保障倍数	3.85	5.60	3.52	--
货币资金/短期债务	2.22	2.05	0.70	0.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部经营活动现金流入流出主要为往来款收支；2019年，公司对有效登记回售的“16 鸿商 01”持有人实施回购并发行面值分别为 10.00 亿元和 7.00 亿元的两期公司债券“19 鸿商 01”和“19 鸿商 02”，使得本部投资活动及筹资活动现金流变动较大¹²。偿债指标方面，2020年3月末，货币资金能够覆盖短期债务；此外，公司本部持有洛阳钼业未质押无限售流通 A 股股份总数 503,022 万股，并通过下属子公司持有宁德时代未质押无限售流通 A 股股份总数 5,967.51 万股，按照 2020年3月31日收盘价计算，该部分股份市值分别为 174.55 亿元和 71.84 亿元，可为公司本部债务偿还提供有力保障。

表 19：近年来公司本部现金流及偿债指标情况

	(亿元、X、%)			
	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	-11.35	-1.89	-0.07	0.92
投资活动净现金流	16.22	4.02	-12.08	-2.76
筹资活动净现金流	-4.10	-10.50	10.77	-0.82
经营活动净现金流/利息支出	-2.34	-0.49	-0.02	--
经调整的 CFO/总债务	-23.23	-9.62	-15.01	--
货币资金/短期债务	0.88	0.81	0.73	1.18

¹² 公司将对“16 鸿商 01”实施回售支付的现金计入“投资支付的现金”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，2019年，公司有色金属板块受周期性影响盈利和获现能力大幅弱化，加之年末债务规模大幅增长，各项偿债指标均有所弱化。

充足的外部授信能够对公司整体偿债能力提供支持，此外子公司股权融资渠道畅通；公司无重大未决诉讼且对外担保规模较小，或有风险可控

截至 2020年3月末，公司共获得银行授信额度 1,196.87 亿元，其中未使用额度为 637.80 亿元，备用流动性充足；同时，子公司洛阳钼业作为 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。

截至 2019年末，公司受限资产合计为 36.79 亿元，全部为受限货币资金，占当期末总资产的 2.75%，包括借款保证金 36.33 亿元以及其他各项保证金 0.46 亿元等。此外，同期末，公司持有的洛阳钼业股权无质押。

截至 2019年末，公司无重大未决诉讼；对外担保余额为 6.17 亿元，占当期末净资产比重为 1.06%，担保风险较为可控。

表 20：截至 2019 年末公司对外担保情况（万元）

担保人	被担保人	担保额度
洛阳钼业	富川矿业	60,000.00
IXM	阳谷祥光铜业有限公司	1,744.50
合计	--	61,744.50

资料来源：公司提供

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，截至 2020年3月11日，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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

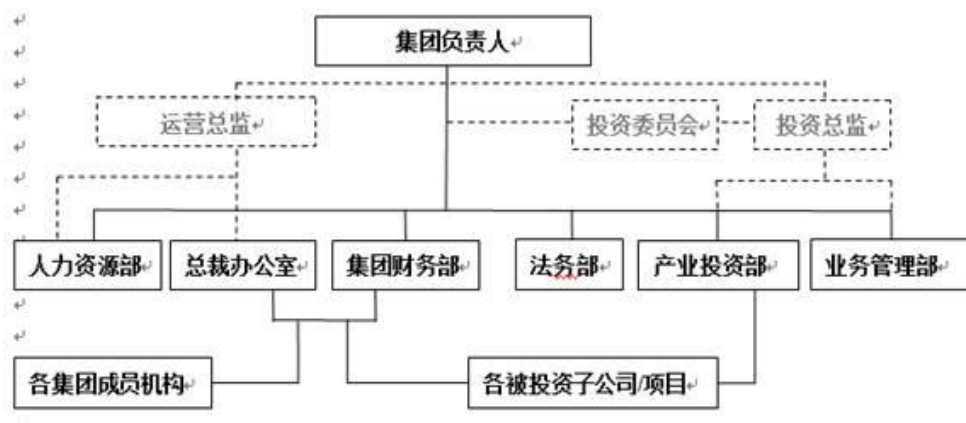
公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，对公司支持能力较弱

公司控股股东和实际控制人为自然人于泳，除公司外，其控股企业包括瓦房店维斯特工艺纺织品有限公司等，公司系实际控制人控制的最核心企业，其对公司的支持意愿很强；但由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持鸿商产业控股集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“16 鸿商 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：鸿商产业控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：鸿商产业控股集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	3,127,102.38	3,045,289.20	2,055,178.18	2,485,876.15
应收账款净额	214,463.08	163,532.60	151,050.84	78,311.86
其他应收款	264,599.42	281,201.00	342,139.00	391,830.13
存货净额	570,549.97	661,591.50	2,073,067.37	1,902,307.85
长期投资	698,949.44	842,837.80	610,840.17	592,706.57
固定资产	2,480,065.28	2,423,010.60	2,502,498.71	2,611,097.28
在建工程	95,011.12	189,382.20	238,679.15	275,742.47
无形资产	2,155,019.65	2,094,167.50	2,080,051.90	2,079,535.65
总资产	10,918,776.71	11,414,410.50	13,367,233.29	14,333,534.86
其他应付款	119,728.86	181,657.20	218,164.86	157,725.87
短期债务	1,408,976.08	1,483,199.70	2,943,227.83	3,828,278.07
长期债务	2,709,694.99	2,634,045.80	2,552,952.02	2,667,666.40
总债务	4,118,671.06	4,117,245.50	5,496,179.85	6,495,944.47
净债务	991,568.68	1,071,956.30	3,441,001.66	4,010,068.32
总负债	6,007,614.10	5,988,148.60	7,544,961.42	8,432,593.21
费用化利息支出	166,268.57	188,298.90	231,366.67	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	4,911,162.62	5,426,261.90	5,822,271.87	5,900,941.65
营业总收入	2,414,799.17	2,597,355.50	6,870,744.32	2,238,333.45
经营性业务利润	512,902.06	667,131.40	-138,546.37	-230,123.86
投资收益	14,799.23	22,226.60	72,321.97	30,429.99
净利润	294,669.82	666,947.30	493,423.88	110,701.73
EBIT	640,073.93	1,053,714.70	814,804.15	--
EBITDA	1,109,275.87	1,454,423.00	1,181,347.87	--
经营活动产生现金净流量	823,748.77	951,242.60	269,035.36	449,390.44
投资活动产生现金净流量	-230,727.65	-295,653.50	-300,066.69	-742,332.81
筹资活动产生现金净流量	661,249.78	-406,102.60	-904,426.62	541,498.83
资本支出	110,196.82	285,937.60	274,248.50	50,010.25
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	36.98	37.67	4.50	-5.17
期间费用率(%)	14.40	8.13	5.35	3.92
EBIT 利润率(%)	26.51	40.57	11.86	--
总资产收益率(%)	6.12	9.44	6.58	--
净资产收益率(%)	6.77	12.90	8.77	7.55*
流动比率(X)	2.50	2.46	1.81	1.67
速动比率(X)	2.19	2.13	1.27	1.25
存货周转率(X)	2.82	2.63	4.80	4.74*
应收账款周转率(X)	13.39	13.74	57.94	78.07*
资产负债率(%)	55.02	52.46	56.44	58.83
总资本化比率(%)	45.61	43.14	48.56	52.40
短期债务/总债务(%)	34.21	36.02	53.55	58.93
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.23	0.05	0.28*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.58	0.64	0.09	0.47*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.95	5.05	1.16	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	14.20	16.59	-3.38	--
EBITDA/总债务(X)	0.27	0.35	0.21	--
EBITDA/短期债务(X)	0.79	0.98	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.67	7.72	5.11	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.85	5.60	3.52	--

注：1、2020 年度一季报未经审计；2、中诚信国际将公司发行的超短期融资券计入短期债务；3、将使用权资产计入无形资产；4、公司按流动性将存货分别计入流动资产和非流动资产科目，表中存货数据为计入流动资产中存货科目金额；5、带*指标已经年化处理。

附三：鸿商产业控股集团有限公司财务数据及主要指标（公司本部口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	242,767.22	169,836.30	143,764.53	233,249.08
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	549,638.50	561,844.70	587,158.06	495,242.41
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	171,130.76	106,125.80	138,382.78	138,383.78
固定资产	7,459.00	6,591.20	6,124.54	6,733.63
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	6.18	4.00	1.82	1.27
总资产	1,033,770.04	969,463.10	978,029.87	967,822.55
其他应付款	77.86	18,626.60	20,952.46	21,359.64
短期债务	274,499.99	209,679.80	197,952.89	197,952.89
长期债务	388,239.04	397,727.30	401,108.46	401,380.74
总债务	662,739.03	607,407.10	599,061.35	599,333.62
净债务	419,971.81	437,570.80	455,296.81	366,084.54
总负债	683,743.90	629,473.00	620,170.33	620,620.70
费用化利息支出	48,498.60	38,495.54	43,151.07	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	350,026.14	339,990.10	357,859.54	347,201.84
营业总收入	0.00	770.30	1,377.77	0.00
经营性业务利润	-34,600.09	-33,238.40	-37,339.56	-8,452.74
投资收益	39,730.89	40,239.30	57,710.48	111.85
净利润	5,130.79	2,464.00	17,869.48	-10,657.70
经营活动产生现金净流量	-113,496.91	-18,920.90	-719.62	9,162.57
投资活动产生现金净流量	162,206.02	40,229.40	-120,779.89	-27,599.48
筹资活动产生现金净流量	-40,963.72	-105,014.50	107,677.76	-8,228.54
资本支出	15.41	11.90	785.95	7.52
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	--	100.00	100.00	--
期间费用率(%)	--	4,403.70	2,805.72	--
总资产收益率(%)	4.61	4.00	6.18	--
净资产收益率(%)	1.48	0.71	5.12	-12.09*
流动比率(X)	2.74	3.27	3.57	3.51
速动比率(X)	2.74	3.27	3.57	3.51
资产负债率(%)	66.14	64.93	63.41	64.13
总资本化比率(%)	65.44	64.11	62.60	63.32
短期债务/总债务(%)	41.42	34.52	33.04	33.03
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.17	-0.03	0.00	0.06*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.41	-0.09	0.00	0.19*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.34	-0.49	-0.02	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-23.23	-9.62	-15.01	--

注：1、2020 年度一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	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
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附五：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。