

中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

项目组成员：周伊格 ygzhou@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 28 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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1958 号

中国五矿股份有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“15 五矿 02”、“15 五矿 03”和“15 五矿 04”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持中国五矿股份有限公司（以下简称“五矿股份”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 五矿 02”、“15 五矿 03”和“15 五矿 04”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了丰富的资源储备和稳固的行业地位、利润水平大幅提升、经营获现能力维持较好水平以及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到行业周期性波动易对公司盈利能力造成影响、财务杠杆处于高位及面临一定短期偿债压力等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

五矿股份（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	4,286.97	4,366.55	4,376.04
所有者权益合计（亿元）	484.86	493.28	703.27
总负债（亿元）	3,802.11	3,873.27	3,672.77
总债务（亿元）	2,514.99	2,427.01	2,224.51
营业总收入（亿元）	2,238.61	2,532.86	2,853.86
净利润（亿元）	-48.60	0.19	21.55
EBIT（亿元）	94.26	129.29	143.21
EBITDA（亿元）	192.99	225.77	242.76
经营活动净现金流（亿元）	229.20	256.03	176.21
营业毛利率(%)	12.36	9.31	8.38
总资产收益率(%)	2.20	2.98	3.28
资产负债率(%)	88.69	88.70	83.93
总资本化比率(%)	83.84	83.11	75.98
总债务/EBITDA(X)	13.03	10.75	9.16
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.84	2.09	2.57

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理。

正面

■ **保持了丰富的资源储备和稳固的行业地位。**公司铜、铅、锌资源储量丰富，为可持续发展提供了有力支持。此外，作为央企子公司，公司拥有以矿产资源开发和金属冶炼加工等为基础、房地产综合开发和金融服务等新兴产业为支持的集群型平台，行业地位显著。

同行业比较

公司名称	营业总收入 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)
中国铝业	1,859.94	149.29	1,949.02	711.72
中信泰富*	1,510.80	107.10	2,733.13	1,477.34
中色集团	1,361.64	97.73	1,094.12	388.84
五矿股份	2,853.86	176.21	4,376.04	703.27

注：“中铝股份”为“中国铝业股份有限公司”简称；“中信泰富”为“中信泰富有限公司”简称，其财务数据单位为亿港元，其资产总额、所有者权益及资产负债率均为 2019 年末数据；“中色集团”为“中国有色矿业集团有限公司”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	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
15 五矿 02	AAA	AAA	2020/06/24	20.00	20.00	2015/09/21~2025/09/21	--
15 五矿 03	AAA	AAA	2020/06/24	15.00	12.90	2015/11/20~2022/11/20 (5+2)	调整票面利率、回售
15 五矿 04	AAA	AAA	2020/06/24	25.00	25.00	2015/11/20~2025/11/20	--

注：“15 五矿 02”为中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）品种二的简称；“15 五矿 03”及“15 五矿 04”分别为中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）品种一及品种二的简称。

■ **利润水平大幅提升，经营获现能力维持较好水平。**受益于部分有色及黑色金属经营规模扩大且均价上涨以及融资成本下降等因素，2020 年公司利润水平大幅提升，经营活动净现金流虽有所下降，但仍维持在较好水平。

■ **畅通的融资渠道。**公司融资渠道广泛，拥有多家上市子公司。同时，公司银企关系良好，具有良好的财务弹性。

关注

■ **行业周期性波动易对公司盈利能力造成影响。**有色金属价格具有行业周期性，公司盈利能力易受有色金属价格波动影响。

■ **财务杠杆处于高位。**公司负债规模大，财务杠杆处于高位，资本结构有待优化。

■ **短期债务占比较高，面临一定的短期偿债压力。**2020 年末，长期债务临近到期等因素使得公司短期债务占总债务的比重升至 66.44%，面临一定短期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，中国五矿股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**主要金属产品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；公司债务规模大幅攀升，偿债能力显著弱化。

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

“15 五矿 02”募集资金 20 亿元，“15 五矿 03”募集资金 15 亿元，“15 五矿 04”募集资金 25 亿元，募集资金用途为补充公司营运资金。截至 2021 年 3 月末，上述募集资金均按照募集说明书约定的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的

监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

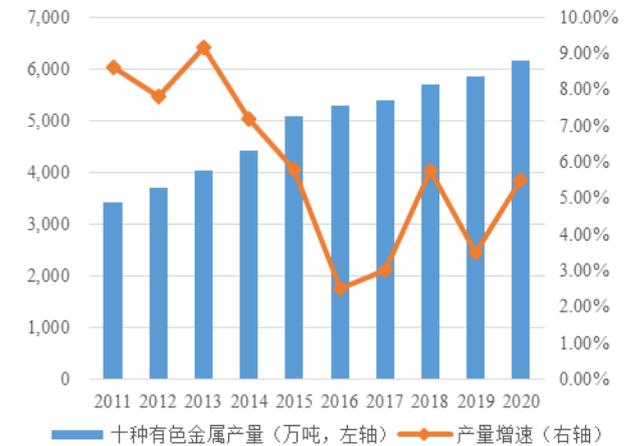
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年以来受疫情影响，有色金属价格经历了较大波动；但随着经济刺激政策的推进、下游需求回暖及宽松的货币政策，价格于年末已回升至较高水平，短期或将高位运行，有色金属上游企业将维持一定的盈利空间

2020 年初，有色金属行业生产、物流运输及下游需求均受到疫情较大影响；但受益于国内疫情迅速得到有效控制以及各行业复工复产的有序推进，有色金属工业自二季度起走出恢复性向好的态势。根据有色金属工业协会统计，2020 年我国十种有色金属产量首次突破 6,000 万吨，达 6,168 万吨，同比增长 5.5%，增速同比回升约 2.0 个百分点。其中，精炼铜产量 1,003 万吨，同比增长 7.4%；原铝产量 3,708 万吨，同比增长 4.9%；铅产量 644 万吨，同比增长 9.4%；锌产量 643 万吨，同比增长 2.7%；氧化铝产量 7,313 万吨，同比增长 0.3%；铜材产量 2,046 万吨，同比增长 0.9%；铝材产量 5,779 万吨，同比增长 8.6%。总体看，有色金属行业 2020 年全年运行情况明显好于预期，且有色金属工业生产、效益及铜年均价格好于上年水平。

图 1：近年来我国十种有色金属产量及增长情况



资料来源：中国有色金属工业协会，中诚信国际整理

分金属来看，铜属于典型的周期性行业；2020 年以来受疫情影响铜价大幅波动且金融属性凸显，4 月以来受益于需求复苏快速反弹，弱美元叠加去库存超预期带动铜价于 11 月冲上历史高位；整体来看全年铜价呈先抑后扬态势。截至 2020 年末，LME 三个月期铜收盘价为 7,753.5 美元/吨，同比上涨 25.68%；2020 年 LME 三个月期铜均价为 6,180 美元/吨，同比上涨 2.69%。2021 年以来，铜价持续震荡上行，并于 2 月 25 日达到阶段性高点 9,563 美元/吨，截至 2021 年 3 月末，LME 三个月期铜价格为 8,809.5 美元/吨，较年初上涨 13.57%，2021 年第一季度 LME 三个月期铜均价为 8,468.8 美元/吨，同比上涨 49.70%。

图 2：近年来 LME 三个月期铜和沪铜期货价格走势（美元/吨、元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

铅锌方面，2020 年受疫情等因素影响，铅锌价

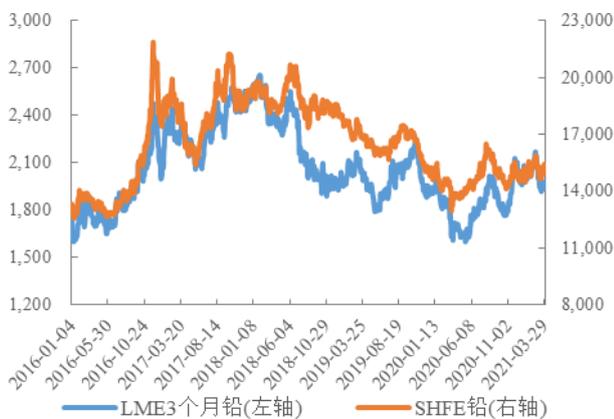
格均呈先降后升态势，但由于国内铅基本面难以支撑价格持续走高，因此年末铅价反弹有限，沪铅走势弱于伦铅。2020年末，LME三月期锌收于2,749美元/吨，较年初增长20.84%；全年均价为2,276美元/吨，同比下跌9.20%；同期末，LME三月期铅收于1,988.50美元/吨，全年均价为1,836美元/吨，同比下降8.40%。2021年一季度铅锌价格整体呈震荡态势，截至2021年3月末，LME三月期锌收于2,808.5美元/吨，3月均价为2,808美元/吨，环比上涨1.70%，同比上涨46.20%；LME三月期铅收于2,063.50美元/吨，3月均价为1,974美元/吨，同比增长14.10%，环比下降5.8%。

图3：近年来LME3月期锌及SHFE锌主力合约价格
(美元/吨、元/吨)



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图4：近年来LME3月期铅及SHFE铅主力合约价格
(美元/吨、元/吨)



资料来源：Choice，中诚信国际整理

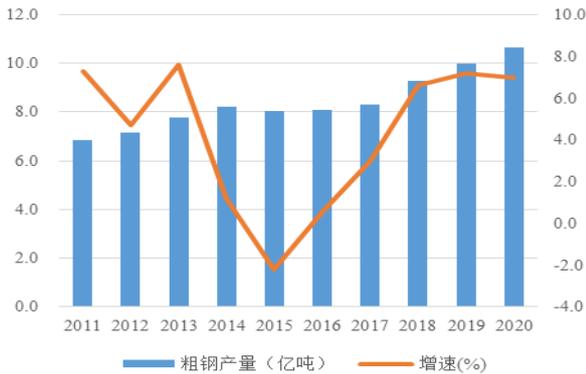
整体看，2020年以来有色金属价格呈现“V”

型反转走势，并于12月中旬升至较高水平，年末虽然部分金属价格出现回调，但仍处于阶段性高位。预计未来随着复工复产的推进及新冠疫苗取得重大进展，发达国家经济有望率先复苏；但由于矿端供应国多为中低收入国家，疫情控制尚有不稳定性，有色金属短时间内仍将呈现供应偏紧状态；加之经济刺激政策及流动性宽松或带来超预期通胀，有色金属价格短期内或将维持高位，有色金属资源型企业将维持一定的盈利空间。

2020年以来，新冠肺炎疫情致使上半年钢铁下游需求弱化，钢铁企业利润普遍下行；下半年以来，主要下游行业复工复产为钢材需求量带来强劲支撑，经营情况显著回暖，但全年盈利水平仍同比降低

2020年，全国经济经历新冠肺炎疫情冲击，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，上半年钢铁行业景气度显著下滑。但随着疫情得到有效控制，复工复产有序推进，下半年以来行业景气度迅速回升；得益于钢价上涨驱动，加之近年来企业通过设备技改及添加辅料等手段提升生产效率，粗钢产量较上年进一步提升，2020年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为8.88亿吨、10.65亿吨和13.25亿吨，同比分别增长4.3%、7.0%和10.0%，粗钢产量再创历史新高。根据2021年4月通知，国家发展改革委、工业和信息化部将于2021年组织开展全国范围的钢铁去产能“回头看”检查以及粗钢产量压减工作，其中钢铁去产能“回头看”将重点检查2016年以来各有关地区相关工作落实情况；粗钢产量压减工作将在去产能成果基础上，重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的企业的粗钢产量，确保2021年全国粗钢产量同比下降。中诚信国际认为该项举措将有助于化解行业内过剩产能，抑制粗钢产量增长。此外，工信部于2021年5月发布的新《钢铁行业产能置换实施办法》中提出要大幅提高钢铁置换比例、扩大大气污染防治重点区域、明确置换范围、严守不新增产能红线，停滞超一年半的产能置换工作将于2021年6月1日起重启。

图 5：2011~2020 年我国粗钢产量及增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

需求方面，2020 年疫情对上半年经济影响较大，但随着下半年经济复苏为钢材需求带来支撑，全年完成固定资产投资（不含农户）51.89 万亿元，同比增长 2.9%；房地产投资回升较快，全年完成房地产开发投资 14.14 万亿元，同比增长 7.0%；制造业景气度亦明显改善，汽车销量同比降幅收至 1.9%，工程机械主要产品销量整体上升，其中挖掘机销量同比增长 39%。

钢材出口方面，2020 年初新冠肺炎疫情对全球经济造成重创，国际贸易遭受限制，中美贸易摩擦持续，我国钢材出口延续疲软态势，全年累计出口钢材 5,367 万吨，同比下降 16.5%，累计出口金额 3,151 亿元，同比减少 14.8%，钢材出口压力仍然较大，中诚信国际也将对国际形势变化对钢材需求的影响保持关注。

价格方面，由于疫情导致下游行业停工停产，2020 年一季度钢价整体走弱，中国钢材价格指数延续下行趋势，于 5 月初降至 96.62 点，达到近年来低位；但随着国内疫情得到有效控制，建筑业及制造业有序复工复产为钢材需求带来强劲支撑，钢价呈现稳步上升趋势，并于 12 月末升至近年来高点。2021 年以来，受补库存需求拉动，以及“碳中和”目标及 3 月唐山限产对市场预期造成影响，钢价经历 1~2 月小幅下滑后迅速上升，4 月初钢材价格指数已升至 140.67 点。

图 6：近年来我国部分钢材品种价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

原燃料供给方面，2020 年以来，新冠肺炎疫情在全球范围内蔓延，澳大利亚、巴西等主要铁矿石出口国均受到不同程度影响，但国际四大矿山均采取措施确保安全生产，铁矿石供应受疫情影响较为有限。铁矿石价格方面，一季度疫情影响下高炉炼铁产能利用率下行，铁矿石价格小幅下滑，但二季度以来国内复工复产推动钢铁行业利润增长，钢厂开工率逐步提升，带动铁矿石需求迅速回升，加之美元贬值推升大宗商品价格，62%铁品位的普氏铁矿石价格指数由年初 93.20 美元/干吨升至年末 159.20 美元/干吨，增幅达 70.82%；2020 年 62%铁品位的普氏铁矿石价格指数平均值同比增长 16.99%。国内来看，2020 年全国铁矿石产量为 86,671.7 万吨，同比增长 3.7%，但由于国内铁矿石品位偏低加之产量有限，尚无法完全替代进口铁矿石。同期我国进口铁矿石 11.7 亿吨，同比增长 9.5%，全年进口铁矿石平均价格为 101.65 美元/吨，同比增加 7.2%，进口总量保持稳定的同时，进口价格小幅上涨，但考虑到全年钢价涨幅亦较为有限，钢铁企业盈利空间仍有所收窄。**中诚信国际认为**，2021 年以来，普氏指数快速上升后回落，但仍处于高位，考虑到目前钢材价格亦处于历史相对高点，钢铁企业整体利润空间相对较大，并将对进口铁矿石价格的波动保持关注。

图 7：近年来国内外铁精粉价格走势
(元/吨、元/湿吨)



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2020年，虽然受到疫情影响，但下半年以来强劲需求支撑钢铁企业高效生产，钢材价格稳步上涨，但考虑到原燃料成本亦呈上升趋势，全年钢铁企业吨钢盈利空间较2019年仍有所收窄。2020年中国钢铁工业重点统计钢铁企业实现销售收入4.70万亿元，同比增长10.86%；利润总额2,074亿元，同比增长6.59%；累计销售利润率4.41%，同比下降0.18个百分点。2021年以来，钢材价格进一步上涨，同时铁矿石价格升高后迅速回落，吨钢利润骤增至高位，但考虑到目前的供需情况，吨钢利润预计难以长期维持高位。

此外，2021年4月28日财政部发布钢铁进出口新政，新政指出自2021年5月1日起调整部分初级钢铁产品关税¹，取消部分钢材的出口退税²。上述关税调整措施主要为支持国内压降粗钢产量目标的实现，将对钢材出口产生一定抑制作用、并有利于降低进口成本；但2021年一季度以来海内外钢材价格的巨大价差刺激了钢材产品的出口，1~2月累计出口钢材同比增长23.8%。中诚信国际认为，对钢坯和废钢等实行零关税在一定程度上有利于缓解铁矿石价格偏高的现状，但在目前国内外钢材价格价差较大的情况下，新政难以刺激钢铁初级产

¹ 新进口政策降低对部分初级产品的关税，对生铁、粗钢（包括钢坯等）、再生钢铁原料、铬铁（包括不锈钢、合金钢等）等产品暂定进口税率为零，其中生铁税率从1%降至0，其他产品普遍从2%降至0%。

品或钢材的进口，国内钢材及进口铁矿石价格短期内仍将维持高位震荡；但长期来看，上述政策有利于减少钢铁资源外流、缓解国内钢材供应紧张的情况，从而减少钢材价格的波动。

2020年，各板块收入稳步提升带动营业总收入同比增长

公司目前业务主要包括有色金属、黑色金属、房地产及金融等。2020年公司营业总收入同比增长12.67%，其中部分金属经营量扩大及均价上涨带动有色金属及黑色金属收入上升；地产、金融板块收入亦增长，但增速有所放缓。

表 1：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
有色金属	1,109.68	1,193.53	1,351.79
黑色金属	733.27	872.18	1,007.06
房地产	234.55	293.75	309.64
金融	130.99	166.37	169.02
其他	30.12	48.69	36.12
板块抵消	--	-41.66	-19.77
营业总收入	2,238.61	2,532.86	2,853.86
占比	2018	2019	2020
有色金属	49.57	47.12	47.37
黑色金属	32.76	34.43	35.29
房地产	10.48	11.60	10.85
金融	5.85	6.57	5.92
其他	1.35	1.92	1.27
板块抵消	--	-1.64	-0.69
合计占比	100.00	100.00	100.00

注：有色金属及黑色金属板块收入中均含贸易业务收入；部分数据经四舍五入处理。

资料来源：公司财务报告

海外方面，2020年Las Bambas铜精矿产量受疫情及社区堵路等因素影响同比下降；国内方面，株冶搬迁工程完工使得锌产品产销量增长

公司有色金属业务主要为有色金属及矿产品的采、选、冶及贸易。跟踪期内，公司保持了丰富的资源储备，铜、锌等资源量位于世界第一梯队，

² 具体包括热轧、冷轧、涂镀板等一共146个不同编号的钢材产品，出口退税率为13%降至0%。

为公司可持续发展提供了有力支撑。

表 2：截至 2020 年末公司有色业务资源储量（金属量）

资源品种	资源总量
铜（万吨）	1,771.14
铅（万吨）	192.47
锌（万吨）	1,224.92
钨（万吨）	142.32
白银（吨）	10,142.12
黄金（吨）	341.02
铁矿石（百万吨）	1,962.57
海外资源（长期协议）	
铜精矿（毛塔、智利）（万吨）	3.50
氧化铝（澳大利亚）（万吨）	270.67
电解铜（波兰、智利等）（万吨）	57.07

资料来源：公司提供

海外资源主要由公司下属 H 股上市公司五矿资源有限公司（以下简称“五矿资源”，股票代码：01208.hk）运营³。截至 2021 年 3 月末，五矿资源持有位于秘鲁的 Las Bambas 铜矿 62.50% 股权，并持有位于刚果的 Kinsevere 铜矿、位于澳大利亚的 Dugald River 铅锌矿及 Rosebery 铅锌矿 100.00% 股权。

铜方面，Las Bambas 铜矿资源储量丰富，为世界最大的铜矿之一，截至 2020 年末，其拥有的矿产资源量为 1,429 百万吨，丰富的资源储备为公司可持续发展提供了强有力的保障。该矿于 2016 年 7 月 1 日实现商业化生产；2020 年受新冠疫情导致的人员流动受限、计划外的矿山维护作业及社区堵路影响，其铜精矿含铜产量同比下降 19% 至 31.10 万吨；2021 年一季度，现阶段矿石品位较低使得当期其铜精矿含铜产量同比下降约 12% 至 6.44 万吨。此外，由于 Chalcobamba⁴ 矿坑的许可及开发持续延迟以及疫情对其他矿区开发项目进展的影响，预计 2021 年 Las Bambas 铜精矿产量将维持在 31~33 万吨；而随着 Chalcobamba 的开发，预计 2022 年产量将

提升至 40 万吨。

此外，公司下属 Kinsevere 是一座露天铜矿，其最终产品为阴极铜；2020 年，由于矿石处理量及回收率提升，其阴极铜产量同比增加 6% 至 7.20 万吨。但由于矿石品位下降及氧化矿资源枯竭，Kinsevere 铜矿已于 2020 年 3 季度末停止采掘；未来将过渡至硫化矿的开采，并将矿山寿命延长至 2030 年。目前 Kinsevere 冶炼原料主要来自矿石库存及第三方；2021 年一季度，库存矿石品位较低使得当期阴极铜产量同比下降 31% 至 1.25 万吨，中诚信国际将对其资源开发的可持续情况保持关注。

铅锌方面，Dugald River 铅锌矿为世界十大锌矿之一，其设计产能为年产锌精矿含锌 17 万吨，于 2017 年 11 月投产，并于 2018 年 5 月实现商业化生产。2020 年，受益于矿山及选矿流程优化，其锌精矿含锌及铅精矿含铅产量同比分别增加约 4% 和 3% 至 17.77 万吨和 2.38 万吨；2021 年一季度，在采矿量、矿山品位及回收率均上升的情况下，其锌精矿含锌和铅精矿含铅产量同比分别增长 38% 和 33% 至 4.90 万吨和 0.57 万吨。

此外，Rosebery 铅锌矿 2020 年锌精矿和铅精矿产量同比分别下降 19% 和 5%，主要系矿石品位下降所致；2021 年一季度，受益于较高的矿石品位，当期其锌精矿和铅精矿产量同比分别增长 11% 和 19%。

表 3：五矿资源各矿山主要产品产量情况（万吨）

	产品	2018	2019	2020	2021.1~3
Las Bambas	铜精矿（含铜）	38.53	38.25	31.10	6.44
Kinsevere	阴极铜	7.97	6.79	7.20	1.25
Dugald River	锌精矿（含锌）	14.73	17.01	17.77	4.90
	铅精矿（含铅）	1.67	2.32	2.38	0.57
Rosebery	锌精矿（含锌）	7.57	8.35	6.74	1.94
	铅精矿（含铅）	2.87	2.45	2.33	0.68

资料来源：五矿资源财务报告

公司境内有色金属业务主要包括铅锌冶炼、钨

³ 截至 2020 年末，五矿资源总资产为 122.98 亿美元，所有者权益为 26.70 亿美元，资产负债率为 78.29%；2020 年五矿资源营业总收入为 30.34 亿

美元，归母净利润为 -0.65 亿美元，亏损幅度有所收窄。

⁴ 系 Las Bambas 矿山下属矿坑。

板块及稀土板块。公司铅、锌冶炼经营主体分别为子公司湖南水口山有色金属集团有限公司（以下简称“水口山公司”）和株洲冶炼集团股份有限公司（以下简称“株冶集团”，股票代码：600961.SH）⁵；截至2021年3月末，公司拥有15.50万吨/年铅冶炼、30万吨/年锌冶炼及38万吨/年锌基合金深加工产能。株冶集团年产30万吨锌冶炼项目于2019年上半年投入试生产，并于2020年实现满负荷运营；同时，年产30万吨锌基材料项目于2020年3月投产；上述事项标志着株冶集团原清水塘厂区全部退出，绿色搬迁升级改造工作全面完成；受益于上述因素，株冶集团2020年锌及锌合金产量同比增长64.84%至55.71万吨。

钨板块主要由中钨高新材料股份有限公司（以下简称“中钨高新”，股票代码：000657.SZ）⁶运营；公司旗下其他钨矿山、钨冶炼企业均由其委托管理⁷，目前其在湖南、江西两省共管辖五座钨矿。2020年10月，中钨高新通过非公开协议转让方式，以现金2.85亿元收购公司子公司五矿钨业集团有限公

司持有的南昌硬质合金有限责任公司84.97%的股权，进一步实现了钨产业板块的整合。2020年，受益于产品结构优化、海外及新兴市场客户拓展，中钨高新主要产品产销量均有所增长，其中数控刀片、微钻、棒材、钨钼制品销量同比分别增长13.3%、16.3%、12.8%和16.4%。

稀土方面，公司下属五矿稀土集团有限公司（以下简称“五矿稀土集团”）为六大稀土集团之一，其上市平台五矿稀土股份有限公司（以下简称“五矿稀土”，股票代码：000831.SZ）⁸主要从事稀土分离业务。目前，公司共拥有5本稀土采矿权及探矿权证，控股4家稀土冶炼分离厂，并与日本村田等企业合资建设了稀土磁性材料、稀土陶瓷电子材料深加工企业。五矿稀土集团所属江华稀土矿山已于2020年末顺利投产；此外，五矿稀土正在推进圣功寨稀土矿探转采办理工作，未来矿产品产量有望进一步提升。2020年及2021年1~3月，五矿稀土分别生产稀土氧化物2,056吨和1,084吨。

表4：公司有色金属主要生产基地及产量（万吨/年、万吨）

矿山产品	主要产区	2020年末 产能	产量		
			2019	2020	2021.1~3
铜矿砂及精矿	MMG、水口山	33.70	38.50	31.50	6.50
铅矿砂及精矿	MMG、水口山	4.20	7.54	7.66	1.90
锌矿砂及精矿	MMG、水口山	29.40	29.38	29.01	7.90
金属材料	主要产区	2020年末 产能	产量		
阴极铜	MMG、五矿铜业	16.00	17.46	18.70	4.19
铝材	华北铝	14.60	11.63	11.45	3.02
铅锭	水口山	15.50	13.24	12.18	2.61
锌锭、锌合金	株冶	68.00	28.36	55.72	16.34
钨矿砂及精矿	香炉山、柿竹园、远景钨、瑶岗仙、新田岭	2.50	2.23	2.43	0.68
仲钨酸铵	江西赣北钨业、郴州钻石钨制品、自硬	2.20	1.53	1.50	0.24

注：部分子公司数据统计口径与上表有差异。

资料来源：公司提供

⁵ 截至2020年末，株冶集团总资产为56.14亿元，所有者权益为7.57亿元，资产负债率为86.52%；2020年株冶集团实现营业总收入147.65亿元，净利润同比增长120.66%至2.09亿元。

⁶ 截至2020年末，中钨高新总资产为92.03亿元，所有者权益为49.42亿元，资产负债率为46.30%；2020年，中钨高新营业总收入同比增长12.55%至99.19亿元，净利润同比增长48.62%至2.96亿元。

⁷ 包括五矿钨业集团有限公司持有的江西省修水香炉山钨业有限责任

公司、湖南柿竹园有色金属有限责任公司、衡阳远景钨业有限责任公司、湖南新田岭钨业有限公司、南昌硬质合金有限责任公司股权及湖南有色金属资产经营管理有限公司所持湖南瑶岗仙矿业有限责任公司股权。

⁸ 截至2020年末，五矿稀土总资产为31.31亿元，所有者权益为25.53亿元，资产负债率为18.48%；2020年五矿稀土营业总收入同比增长0.56%至16.56亿元，净利润同比增长204.14%至2.86亿元。

商品贸易方面，2020年有色金属贸易经营总量同比有所下降，但单价较高的铜经营量增长带动有色金属贸易业务收入整体有所上升。

表 5：近年来公司主要有色金属经营情况（万吨）

商品名称	2018	2019	2020	2021.1~3
铜	173.07	274.65	306.99	68.15
铝	251.88	217.47	251.85	44.15
铅	28.84	30.50	24.00	5.63
锌	96.66	175.16	157.96	41.27
锡	0.14	0.09	0.17	0.04
镍	251.73	290.64	137.46	16.11
锑	5.13	5.67	4.20	0.91
稀土	1.46	1.54	1.44	0.38
钨	6.99	5.81	5.72	1.51
合计	815.90	1,001.53	889.79	178.15

资料来源：公司提供

2020年，黑色矿产品产量小幅增长，铁矿石及钢材等商品经营量增幅较大

公司黑色金属业务包括黑色矿业业务和黑色流通业务，其中黑色矿业业务主要为铁矿石的开采和销售，黑色流通业务主要为钢材和冶金原材料贸易，并经营少量的钢铁生产业务。

黑色矿业业务主要依托下属公司五矿矿业控股有限公司（以下简称“五矿矿业”），其下属五矿邯邢矿业有限公司及鲁中矿业有限公司为国内最大的两个独立铁矿石生产实体；下属安徽开发矿业有限公司拥有国内最大的地下铁矿。2020年，公司铁矿石原矿及铁精矿产量同比均小幅增长。

表 6：近年来公司黑色矿业主要产品产量（万吨）

主要产品	2018	2019	2020	2021.1~3
铁矿石原矿	1,564.45	1,602.08	1,641.45	301.01
铁精矿	629.37	647.65	651.66	120.96

资料来源：公司提供

黑色流通业务经营主体为五矿发展股份有限公司（以下简称“五矿发展”，股票代码：

“600068.SH”）⁹，其经营规模大、网络覆盖广、综合服务能力强。2020年，公司黑色商品贸易业务规模有所扩大，其中铁矿石经营量同比增长 55%。

表 7：近年来公司钢材（钢坯）经营情况（万吨）

商品名称	2018	2019	2020	2021.1~3
钢材	620	710	933	219
钢坯	10	20	55	7

资料来源：公司提供

表 8：近年来公司原材料经营情况（万吨）

商品名称	2018	2019	2020	2021.1~3
铁矿石	4,808	5,688	8,800	1,756
煤炭	1,207	1,118	1,069	197
焦炭	103	106	134	21
铁合金	150	148	200	30
铬矿砂及精矿	273	388	246	41
锰砂矿	193	226	247	28

资料来源：公司提供

2020年，地产板块利润受疫情及政策影响有所下滑；金融业务盈利能力大幅提升，可对公司利润形成补充

地产业务方面，2011年中国五矿集团有限公司（以下简称“五矿集团”）被国资委确定为 16 家能够以地产为主业的央企之一。2020年公司房地产业务签约销售面积为 115.79 万平方米，签约销售额为 249.30 亿元，重点项目包括广州壹云台、广州鹭山府、深圳万樾台、南京澜悦栖原、天津未来城、长沙万境潇湘等。2020年以来，公司新增房地产项目 3 个，分别位于广州、成都、湘潭；新增土地储备可发展楼面面积约为 91 万平方米，新增土地成本约为 49.60 亿元。截至 2020 年末，公司共有 46 个房地产发展项目，主要分布于北京、天津、南京、广州、深圳、沈阳、成都等城市，合计可开发土地储备总楼面面积约为 1,045.09 万平方米。受疫情及房地产行业监管政策影响，公司房地产板块上市公司五矿地产有限公司（以下简称“五矿地产”，股票

8.14%至 673.22 亿元，净利润同比增长 55.69%至 2.65 亿元。

⁹ 截至 2020 年末，五矿发展总资产为 218.07 亿元，所有者权益为 68.74 亿元，资产负债率为 68.48%；2020 年五矿发展营业收入同比增长

代码：00230.hk) 2020 年收入及利润同比均下降¹⁰。

金融业务方面，公司拥有全牌照金融业务，主要涉及内部结算、票据、委托贷款，以及租赁、证券、期货、信托和保险等综合金融服务。2017 年，公司金融业务板块成功整合上市，五矿资本股份有限公司（以下简称“五矿资本”，股票代码：600390.SH）成为公司下属“金融+产业直投”的上市平台。2020 年，五矿资本实现营业总收入 163.43 亿元；同期受益于下属信托、证券及租赁业务业绩提升，其净利润同比增长 36.63% 至 44.41 亿元。

公司其他业务主要为科技业务与新能源业务，科技业务主营金属及矿产品工程设计、技术研发与相关服务，目前以长沙矿冶研究院有限责任公司（以下简称“长沙矿冶院”）为经营主体。在矿产资源开发利用方面，长沙矿冶院拥有采矿、选矿、冶金、材料四大运营板块，一直以来是国家资源综合利用类科技项目的主要承担单位。在新材料方面，长沙矿冶院电解锰生产规模在全国位居前列，四氧化三锰产销量稳居全国首位。新能源业务以长远锂科股份有限公司（以下简称“长远锂科”）为经营主体。长远锂科主要从事高性能电池的生产，主要产品有三元正极材料、钴酸锂正极材料和镍氢正极材料，是国内最早开发生产此类高性能电池正极材料的企业之一，技术领先，经验丰富，正极材料业务在中国保持领先地位。

公司主要在建项目以有色金属开发为主，未来仍有一定规模投资支出，但短期投资压力较为可控；子公司通过资本运作进行项目建设并增强资本实力

从各业务发展来看，公司核心业务逐步涵盖了金属矿产业务的上游资源、中游贸易和下游加工配送，未来一定时期的需求将呈增长态势；金融、物流等业务为其核心业务提供了较好的支持作用，具有较好的协同效应；公司有望形成合力优势，整体抗风险能力将进一步增强。不过，目前各业务发展不平衡，不同业务之间的协同效应还有待加强。截至 2020 年末，公司主要重大在建项目多为金属矿产开发及冶炼等，以上项目共涉及总投资 142.60 亿元，截至 2020 年末已投入 76.12 亿元，未来仍有一定规模投资支出，但由于建设周期相对较长，2021 年投资压力较为可控。

资本运作方面，2020 年 6 月，中钨高新成功实施非公开发行股票，发行数量为 1.74 亿股，发行价格为 5.10 元/股，共募集资金 8.88 亿元，将用于 2,000 吨/年高端硬质合金棒型材生产线技术改造项目、硬质合金产品提质扩能建设项目、精密工具产业园建设项目及补充流动资金。2020 年，五矿资本完成非公开发行优先股事项，募集资金总额为 80.00 亿元，募集资金用于对子公司增资，其中对五矿国际信托有限公司增资 55.00 亿元、对五矿证券有限公司增资 25.00 亿元；上述增资事项分别于 2020 年 11 月 24 日及 2020 年 12 月 31 日完成工商变更。此外，五矿资源于 2021 年 6 月完成配售事项，本次共配售 5.65 亿股新股，配售价格为 4.15 港元/股，募集资金净额约为 23.31 亿港元，将用于潜在的未来并购或项目以及补充营运资金及一般企业用途。上述股份发行、配售事项的完成将有助于公司子公司资本实力的增强。

表 9：截至 2020 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	开工时间	总投资额	截至 2020 年末 已投资金额	2021 年计划投资
有色金属冶炼项目	2017 年	43.60	38.50	1.50
新能源项目	2020 年	38.35	3.54	7.03
新能源项目	2019 年	15.02	13.66	0.68
有色金属开采项目	2012 年	13.76	12.43	1.33
黑色金属开采项目	2021 年	12.17	--	0.71
有色金属开采项目	2010 年	10.94	7.99	0.40

¹⁰ 截至 2020 年末，五矿地产总资产为 683.88 亿港元，所有者权益为 224.10 亿港元，资产负债率为 67.23%；2020 年五矿地产营业总收入同

比下降 32% 至 76.62 亿港元，归属于股东的净利润同比下降 88% 至 1.12 亿港元。

有色金属开采项目	2021年	8.76	--	4.89
合计	--	142.60	76.12	16.54

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年财务报告，各期数据均为财务报表期末数。

受益于部分有色及黑色金属经营规模扩大、均价上涨以及融资成本下降等因素，2020年公司利润总额大幅增长；但资产减值损失仍维持在一定规模，对利润形成侵蚀

2020年，由于盈利能力较弱的贸易业务收入占比提升，有色金属及黑色金属板块毛利率同比均略有下降；由于年内确认结转的销售均价下滑，房地产板块毛利率同比亦下降；金融板块毛利率有所上升，但由于其收入占比较低，对整体营业毛利率的提升作用有限。整体来看，2020年公司营业毛利率同比下降0.93个百分点。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020
有色金属	12.55	10.96	9.90
黑色金属	5.73	5.68	5.45
房地产	19.59	13.63	12.11
金融	38.04	43.13	47.73
营业毛利率	12.36	9.31	8.38

资料来源：公司财务报告

2020年，管理费用随经营规模扩大同比有所增长；同期由于融资成本及债务规模下降，加之汇率变动产生净收益，财务费用同比减少；此外，由于执行新收入准则，公司将销售商品产生的运输费用转至营业成本核算，销售费用同比降幅明显。综合上述因素，2020年期间费用及期间费用率均下降。

经营性业务利润为利润总额的主要构成部分。2020年，公司部分有色及黑色金属经营规模有所扩大且均价上涨；五矿资本下属中国外贸金融租赁有限公司通过优化融资结构使得利息支出¹¹大幅下

¹¹ 指公司下属金融类企业计入营业成本的利息支出。

降；加之计入其他收益¹²的项目扶持资金增加，受益于上述原因，2020年公司经营性业务利润同比增长39.19%。非经营性损益方面，五矿资本的投资的权益工具及信托产品等产生的投资收益及公允价值变动收益均可对利润形成良好补充，其中2020年公允价值变动收益同比增长168.97%；但资产减值损失仍保持在较大规模，对利润形成侵蚀，主要包括存货跌价损失15.26亿元、信用减值损失12.19亿元、长期股权投资减值损失6.57亿元及坏账损失5.86亿元等。整体看，2020年公司利润总额同比增长85.81%；利润水平提升使得总资产收益率有所上升，但由于营业总收入增速相对较快，EBIT利润率同比有所下降。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
销售费用	25.41	25.87	19.75
管理费用	99.52	108.09	123.84
财务费用	95.09	92.10	79.93
期间费用合计	220.01	226.05	223.52
期间费用率(%)	9.83	8.92	7.83
经营性业务利润	50.09	56.26	78.31
资产减值损失合计	61.41	48.33	44.64
公允价值变动收益	1.16	2.32	6.24
投资收益	27.53	22.19	14.18
利润总额	-2.19	28.87	53.65
EBIT	94.26	129.29	143.21
EBIT 利润率(%)	4.21	5.10	5.02
总资产收益率(%)	2.20	2.98	3.28

注：管理费用含研发费用；资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，资产总额稳步增长，债务规模有所下降，但财务杠杆仍处于较高水平

2020年末流动资产增长带动公司资产总额较上年末小幅增长。流动资产以存货及货币资金为主；存货中房地产业务开发产品占比较高，由于经营规模扩大及部分产品价格上涨，2020年末存货较上年末有所增长；货币资金较为稳定，2020年末受限

¹² 2019年及2020年，公司其他收益分别为9.12亿元和13.84亿元。

金额为 19.73 亿元，占当期末货币资金余额的 5.77%，主要为法定存款准备金及各项保证金等。此外，应收账款主要系贸易业务及房地产业务产生，规模较大；其他应收款主要为履约保证金、投标保证金和往来款等，亦维持较大规模。**中诚信国际认为**，公司存货、应收账款及其他应收款对资金形成一定占用，需持续关注存货周转情况、相关项目的后续运营情况及账款回收进度。非流动资产主要为固定资产和长期应收款等，折旧规模较大使得 2020 年末固定资产有所下降；同期末，以融资租赁款为主的长期应收款亦有所下降。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020
货币资金	434.85	343.72	341.93
存货	596.95	632.29	656.27
交易性金融资产	24.16	296.35	336.89
应收账款	134.39	130.39	152.04
其他应收款	173.21	179.46	218.58
流动资产	1,961.54	2,157.12	2,311.89
固定资产	842.00	867.49	814.21
无形资产	209.45	196.28	183.05
长期应收款	498.37	491.72	426.54
可供出售金融资产	340.26	125.19	131.63
非流动资产	2,325.43	2,209.43	2,064.15
总资产	4,286.97	4,366.55	4,376.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债中有息债务占比较高。2020 年末，债务净偿还使得总债务及总负债有所下降，但由于部分中长期债务临近到期，年末短期债务占总债务的比重小幅升至 66.44%，债务期限结构有待改善。非付息债务主要为应付账款、预收账款及其他应付款等，其中由于经营规模扩大以及有色金属价格上涨，年末应付账款及预收账款较上年末均有所增长；其他应付款主要为往来款，2020 年末有所下降。

2020 年以来，由于五矿资本发行 80 亿元优先股、控股股东五矿集团向公司所属企业提供 40 亿元永续债以及所属企业发行境外永续债等，年末少数股东权益大幅增长，带动所有者权益上升；但资本公积由于历史原因继续为负，且未分配利润亏损规模扩大，对所有者权益形成一定拖累。受益于债

务规模下降及权益上升，2020 年末财务杠杆水平有所下降，但仍处于较高水平。**中诚信国际关注到**，公司债务规模大，资产负债率及总资本化比率保持高位，较高的财务杠杆增加了公司的财务风险，需对此保持关注。

表 13：近年来公司负债及所有者权益情况（亿元）

	2018	2019	2020
短期债务	1,407.69	1,594.78	1,478.06
长期债务	1,107.30	832.24	746.45
总债务	2,514.99	2,427.01	2,224.51
应付账款	208.70	197.42	230.69
预收款项	152.62	151.38	185.58
其他应付款	221.95	378.57	356.44
总负债	3,802.11	3,873.27	3,672.77
资本公积	-214.02	-213.76	-217.38
未分配利润	-186.54	-222.49	-247.86
少数股东权益	590.07	625.34	871.76
所有者权益	484.86	493.28	703.27
资产负债率(%)	88.69	88.70	83.93
总资本化比率(%)	83.84	83.11	75.98
短期债务/总债务(%)	55.97	65.71	66.44

注：预收账款含合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年，公司保持了较好的经营获现能力，但仍面临较大短期债务压力

由于五矿资本下属子公司购入较大金额为交易目的而持有的金融资产以及回购业务下降等因素¹³，2020 年公司经营活动净现金流同比有所下降，但经营获现能力仍保持在较好水平；金融业务对投资活动净现金流的影响有所减弱，但在建项目的持续投入使得投资活动现金流仍保持净流出态势；经营活动现金流基本可覆盖投资需求，偿还债务使得筹资活动净现金流持续为负。

2020 年，经营活动净现金流下降使得其对利息支出的覆盖能力及经调整的经营净现金流对总债务的覆盖能力均下降。同期，受益于利润水平提升，EBITDA/总债务及 EBIT 利息倍数均有所优化。此外，公司短期债务规模较大，但货币资金对其覆盖能力较弱，面临一定的短期偿债压力。

¹³ 2019 年及 2020 年，五矿资本经营活动净现金流分别为 17.41 亿元和

-95.94 亿元。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	229.20	256.03	176.21
投资活动净现金流	-69.71	-172.32	-50.94
筹资活动净现金流	-222.40	-180.54	-123.18
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.19	2.37	1.86
经调整的 CFO/总债务(%)	4.73	3.82	2.78
EBITDA	192.99	225.77	242.76
EBITDA/总债务(%)	7.67	9.30	10.91
EBIT 利息保障倍数(X)	0.90	1.20	1.51
货币资金/短期债务(X)	0.31	0.22	0.23

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持；受限资产占比较低，或有事项风险可控

备用流动性方面，公司与金融机构保持良好的合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司获得银行授信总额为 3,435.77 亿元，尚未使用的授信额度为 1,764.70 亿元，可为公司提供充足的流动性支持。同时，公司直接或间接控股多家上市公司，资本市场融资渠道较为畅通，所持股权具有较高市场价值及一定增值潜力，对公司债务偿还提供一定保障。

表 15：公司下属上市公司情况

公司名称	持股比例 (%)	总市值 (亿元)	质押
五矿资源有限公司	67.69	332.59*	无
五矿稀土股份有限公司	40.08	169.40	无
五矿发展股份有限公司	62.56	89.29	无
五矿资本股份有限公司	50.42	279.78	无
五矿地产有限公司	61.88	28.11*	无
株洲冶炼集团股份有限公司	42.96	32.54	无
中钨高新材料股份有限公司	50.87	84.66	无

注：持股比例为截至 2021 年 6 月 11 日数据，总市值以 2021 年 6 月 11 日收盘价计算；带“*”数据单位为亿港元。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产合计 100.54 亿元，占总资产的比重为 2.30%，主要受限原因为借款抵质押、保证金等。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司累计为其他单位提供保证担保金额合计 147.79 亿元，绝大部分为公司从事房地产开发业务之下级公司按照房地产行业惯例为商品房承购人提供的抵押贷款担保，担保类型均为阶段性担保，即担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的房地

产权证办出及抵押登记办妥后并交银行执管之日止。此外，截至 2020 年末，公司存在多起由公司或下属公司作为被告或原告的未决诉讼或其他法律程序，公司已合理计提资产减值准备或预计负债，整体或有事项风险可控。

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 2021 年 5 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。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

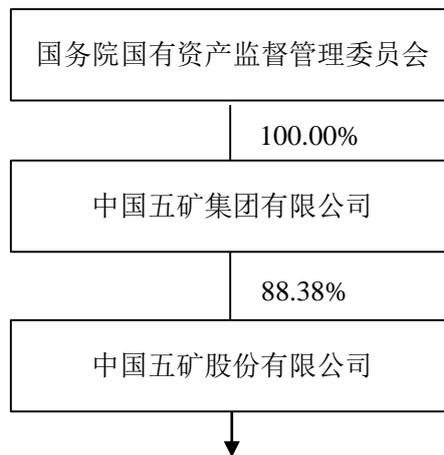
公司控股股东是国务院直属重要骨干企业，股东实力极强；作为控股股东主要经营主体，公司业务得到控股股东的大力支持

公司控股股东为五矿集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”），五矿集团被中央列为关系国家安全和国民经济命脉的 53 家国有重要骨干企业之一。2016 年，经国务院批准，中国冶金科工集团有限公司（以下简称“中冶集团”）成为五矿集团子公司，五矿集团实力进一步提升。2020 年，五矿集团在世界 500 强企业排名为第 92 位。作为国资委直接管理的大型央企，五矿集团在政策和资金等方面得到了国资委的大力支持。公司作为五矿集团主要经营主体，在资源协调及资金等方面获得了股东大力支持。

评级结论

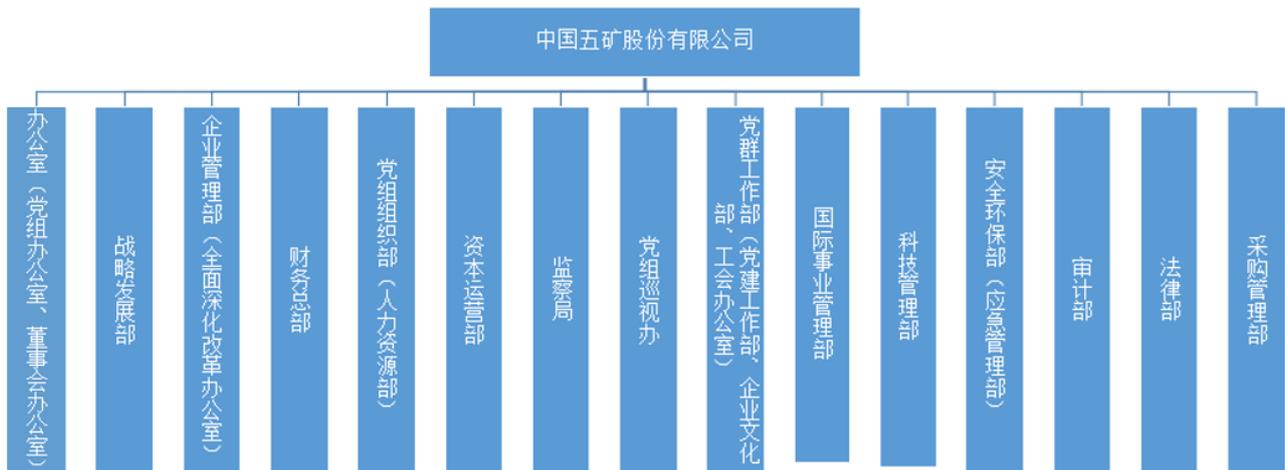
综上所述，中诚信国际维持中国五矿股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 五矿 02”、“15 五矿 03”和“15 五矿 04”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中国五矿股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



公司名称	持股比例 (%)	公司名称	持股比例 (%)
五矿勘查开发有限公司	100.00	五矿地产控股有限公司	100.00
五矿有色金属控股有限公司	100.00	五矿鑫扬（浙江）投资管理有限公司	70.00
五矿发展股份有限公司	62.56	五矿恒信投资管理（北京）有限公司	88.00
五矿集团财务有限责任公司	100.00	五矿资本股份有限公司	50.42
鲁中矿业有限公司	100.00	中国五矿香港控股有限公司	100.00
欧亚运输有限公司	100.00	中国五矿集团（唐山曹妃甸）矿石控股有限公司	74.36
长沙矿冶研究院有限责任公司	100.00	南京五矿科技股权投资基金合伙企业（有限合伙）	74.26
湖南长远锂科有限公司	45.76	中钨高新材料股份有限公司	50.87
五矿矿业控股有限公司	100.00	--	--

注：2019年8月19日，财政部、人力资源社会保障部、国资委联合下发《关于划转中国石油天然气集团有限公司等35家中央企业部分国有资本有关问题的通知》（财资[2019]37号），决定将国务院国资委持有五矿集团股权的10%一次性划转给全国社会保障基金理事会持有，截至本报告出具日，上述产权变动尚未完成工商变更登记；上表仅列示公司下属二级子公司。



资料来源：公司提供

附二：中国五矿股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	4,348,505.06	3,437,200.44	3,419,330.41
应收账款净额	1,343,936.97	1,303,873.39	1,520,400.69
其他应收款	1,732,134.57	1,794,575.89	2,185,837.40
存货净额	5,969,469.71	6,322,880.35	6,562,654.37
长期投资	4,322,502.32	3,311,510.90	3,356,267.99
固定资产	8,420,000.24	8,674,891.02	8,142,108.70
在建工程	656,077.51	572,916.77	486,404.69
无形资产	2,094,502.35	1,962,814.23	1,830,518.60
总资产	42,869,707.19	43,665,456.96	43,760,408.31
其他应付款	2,219,549.17	3,785,726.41	3,564,449.65
短期债务	14,076,887.85	15,947,772.59	14,780,569.31
长期债务	11,073,001.50	8,322,377.15	7,464,521.85
总债务	25,149,889.35	24,270,149.74	22,245,091.16
净债务	20,801,384.29	20,832,949.30	18,825,760.74
总负债	38,021,106.24	38,732,671.54	36,727,731.01
费用化利息支出	964,501.13	1,004,172.49	895,622.47
资本化利息支出	84,383.86	75,960.58	50,329.97
所有者权益合计	4,848,600.95	4,932,785.42	7,032,677.30
营业总收入	22,386,050.62	25,328,556.49	28,538,576.83
经营性业务利润	500,890.66	562,590.76	783,052.01
投资收益	275,308.79	221,893.81	141,760.39
净利润	-486,021.50	1,913.50	215,483.47
EBIT	942,588.49	1,292,880.59	1,432,079.82
EBITDA	1,929,877.30	2,257,698.45	2,427,598.30
经营活动产生现金净流量	2,292,025.72	2,560,303.95	1,762,136.16
投资活动产生现金净流量	-697,083.98	-1,723,184.55	-509,409.35
筹资活动产生现金净流量	-2,223,972.92	-1,805,394.92	-1,231,788.80
资本支出	738,304.79	762,967.41	654,743.72

财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	12.36	9.31	8.38
期间费用率(%)	9.83	8.92	7.83
EBITDA 利润率(%)	8.62	8.91	8.51
总资产收益率(%)	2.20	2.98	3.28
净资产收益率(%)	-9.54	0.04	3.60
流动比率(X)	0.84	0.80	0.90
速动比率(X)	0.58	0.57	0.64
存货周转率(X)	3.29	3.59	3.91
应收账款周转率(X)	16.96	18.37	19.48
资产负债率(%)	88.69	88.70	83.93
总资本化比率(%)	83.84	83.11	75.98
短期债务/总债务(%)	55.97	65.71	66.44
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.11	0.08
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.16	0.16	0.12
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.19	2.37	1.86
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.73	3.82	2.78
总债务/EBITDA(X)	13.03	10.75	9.16
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.14	0.16
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.84	2.09	2.57
EBIT 利息保障倍数(X)	0.90	1.20	1.51

注：1、中诚信国际分析时将租赁负债计入长期债务；2、将合同资产计入存货，将合同负债计入预收账款；3、将研发费用计入管理费用。

附三：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”。

附四：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。