



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪312号

中国五矿股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中国五矿股份有限公司2015年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月二十七日

中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	中国五矿股份有限公司		
发行规模	人民币 40 亿元，其中 7 年期 15 亿元，10 年期 25 亿元		
存续期限	7 年期为 2015/12/28~2022/12/27 10 年期为 2015/12/28~2025/12/27		
上次评级时间	2015/11/13		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望：稳定	
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望：稳定	

概况数据

五矿股份	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	556.70	629.55	370.42
总资产（亿元）	2,872.51	3,557.49	3,459.87
总债务（亿元）	1,346.82	1,910.19	2,102.71
营业收入（亿元）	4,110.90	3,177.79	1,975.99
营业毛利率（%）	5.61	6.37	7.55
EBITDA（亿元）	204.89	170.72	-24.58
所有者权益收益率（%）	8.23	-1.76	-48.23
资产负债率（%）	80.62	82.30	89.29
总债务/EBITDA（X）	6.57	11.19	-85.56
EBITDA 利息倍数（X）	3.39	2.25	-0.22

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

胡辉丽

余 岑

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 27 日

基本观点

2015 年，有色金属行业低迷，公司产品价格大幅下跌，同时公司大幅压缩低毛利的黑色流通业务，整体收入规模出现下滑。公司当年债务期限结构及现金流状况有所改善，但负债水平有所上升，并出现大额亏损。未来，随着公司资产减值的计提完毕，公司盈利能力有望逐渐恢复。此外，中诚信证评也关注到短期内有色金属行业仍将持续低迷、公司负债水平的升高和债务规模较大等因素对公司信用状况带来的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 一体化产业链基本形成。公司主要业务中心已基本形成“资源开发—生产加工—贸易物流”的产业链。公司已从单纯依赖贸易发展成为贸易物流业务和资源加工业务并重的企业，可持续发展能力和整体抗风险能力逐步增强。
- 融资渠道畅通、融资能力很强。公司旗下控股多家上市公司，资本市场融资渠道较为畅通；公司银企关系良好，截至 2015 年末，公司与五矿集团共同获得多家商业银行综合授信额度为 4,307.19 亿元，备用流动性充裕。
- 债务期限结构有所改善。2015 年，随着公司债券和中期票据的发行，公司债务期限结构有所优化，长短期债务比由上年末的 0.46 下降至 0.32。
- 现金流状况改善。2015 年由于公司缩减库存，匹配上下游账期，经营性现金流实现净流入 190.57 亿元，较上年大幅改善，经营性净现金流对债务本息的保障程度明显增强。

关 注

- 行业周期性波动对公司整体盈利能力造成较大影响。近年来铝、铜、铅、锌等有色金属以及钢铁价格呈现波动下行格局，行业景气度下降，加之公司计提大规模资产减值，2015 年出现大额亏损。
- 自有资本实力下降，负债水平上升。2015 年末，公司进行清产核资，加之当年出现亏损，所有者权益从 2014 年的 629.55 亿元下降至 370.42 亿元，资产负债率上升至 89.29%。
- 公司债务规模持续上升，面临一定的债务压力。截至 2015 年末，公司总债务较 2014 年底增长 10%至 2,102.71 亿元，债务规模较大。根据规划，预计未来两年公司资金需求量仍维持在较大规模，面临债务上升压力。

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

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

募集资金使用情况

截至2015年12月31日，本期债券实际募集资金40亿元，已累计使用募集资金总额为40亿元，剩余募集资金为0元，全部用于补充营运资金。

行业关注

2015年，在人民币贬值的推动下，我国贸易结构进一步优化，进出口顺差扩大

2015年，全球大宗商品价格大幅下跌，大宗商品进口量增速放缓，且外需持续疲软，但人民币贬值在促进中国外贸竞争力上初见成效，货物贸易进出口总值24.59万亿元人民币，比2014年下降7%。其中，出口14.14万亿元，下降1.8%；进口10.45万亿元，下降13.2%；贸易顺差3.69万亿元，扩大56.7%。

从贸易方式来看，2015年我国一般贸易进出口值为13.29万亿元，下降6.5%，占进出口总值的54%，所占比重较上年提升0.3个百分点；其中出口增长2.2%，贸易方式更趋合理。

从贸易多元化来看，2015年，欧盟、美国、东盟为我国前三大贸易伙伴，双边贸易值分别为3.51万亿、3.47万亿和2.93万亿元。同期，我国对东盟、印度等新兴市场贸易相对表现较好，其中对东盟双边贸易值略降0.6%，对印度增长2.5%，表现均好于进出口总体情况。

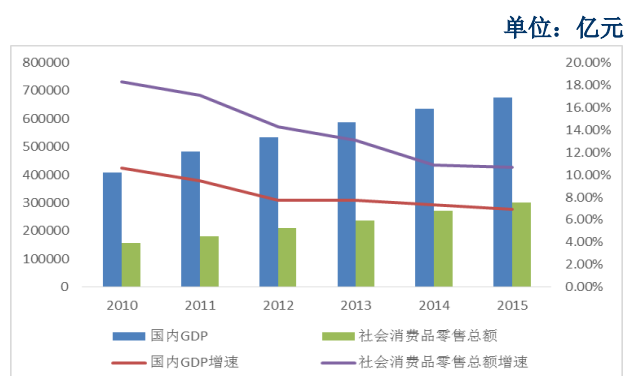
从出口商品结构方面来看，2015年，我国出口机电产品8.15万亿元，增长1.2%，占出口总值的57.7%，较上年提升1.7个百分点。同期，纺织品、服装、箱包、鞋类、玩具、家具、塑料制品等7大类劳动密集型产品出口总值2.93万亿元，下降1.7%，占出口总值的20.7%；其中，玩具、家具、箱包、塑料制品出口保持增长，结构进一步优化。

从大宗商品进口量来看，2015年，我国部分大宗商品进口量保持增加。其中，进口铁矿砂9.53亿吨，增长2.2%；原油3.34亿吨，增长8.8%。同期，我国进口价格总体下跌11.6%。其中，铁矿砂、原油、成品油、大豆、煤炭和铜等大宗商品价格跌幅较深。同期，我国出口价格总体下跌1%，跌幅明显小于同期进口价格总体下跌幅度。由此测算，2015

年我国贸易价格条件指数为112.1，表明我国出口一定数量的商品可以多换回12.1%的进口商品，意味着我国贸易价格条件明显改善，对外贸易效益有所提升，贸易条件进一步改善。

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模虽增速不断放缓，但总体仍保持增长态势，国内贸易景气度尚可。2015年国内生产总值676,708亿元，同比增长6.90%；社会消费品零售总额300,931亿元，同比增长10.70%，增速均较上年有所下滑。

图1：2010~2015年全国社会消费品零售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，商务部的《国内贸易发展规划（2011-2015）》中指出将着力加强流通基础设施建设，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平；2015年7月29日，国务院办公厅发布《关于同意在上海等9个城市开展国内贸易流通体制改革发展综合试点的复函》（国办函〔2015〕88号），同意在上海市、南京市、郑州市、广州市、成都市、厦门市、青岛市、黄石市和义乌市9个城市开展国内贸易流通体制改革发展综合试点；10月19日，商务部发布《关于加快居民生活服务业线上线下融合创新发展的实施意见》（商服贸函〔2015〕865号），推动互联网技术在居民生活服务领域的广泛应用，加快居民生活服务业线上线下融合创新发展。以上内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

总体上看，我国劳动力、资金、环保等投入仍保持高位，流通现代化水平不断提高，以及不断出台的贸易政策为我国未来国内外贸易环境的长远

和健康发展提供了良好的政策空间。

2015 年，钢铁行业景气度持续下滑，粗钢产量和消费量出现下降，整体钢价延续下跌趋势，行业整体亏损面扩大

随着中国经济由投资驱动向消费驱动转型，2015 年全年经济增速也降至 6.9%，创下 25 年来新低，传统工业在产能过剩、杠杆高企、库存过多的三座大山下负重前行，建筑业贡献下滑，在这种情况下，中国钢铁需求增长也大幅放缓。

据国家统计局公布的数据显示，2015 年全年中国粗钢产量 8.04 亿吨，同比下降 2.3%，34 年来首次负增长；粗钢表观消费量 7.0 亿吨，同比下降 5.4%。其中，华北、东北、西北等北方区域粗钢产量全面下降，华东、华南地区粗钢产量相对平稳增长，与区域经济发展不平衡有一定关联性。

图 2：2015 年钢协会员钢企和其他钢企粗钢日产量



资料来源：中商情报网，中诚信证评整理

从进出口情况来看，2015 年我国进口钢材 0.12 亿吨，同比下降 12.3%，净出口钢材折合粗钢 0.94 亿吨，同比增加 0.21 亿吨。一方面受需求减少影响，另一方面也从侧面反映我国高端钢材内部满足比例增高。2015 年我国钢材出口总量创历史新高，全年钢材出口总量达到 1.124 亿吨，同比增长 19.9%。一方面是由于国际市场钢材需求拉动，另一方面也反映了我钢铁产品的国际市场竞争力在不断增强。

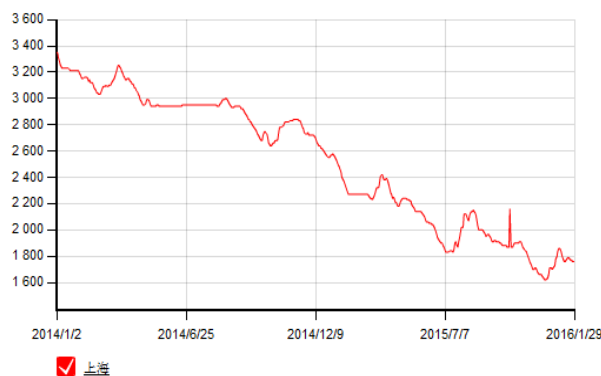
从钢材价格来看，2015 年的钢材价格走势延续了 2011 以来的震荡下跌趋势，年内跌得更加彻底，不但鲜有反弹回暖行情，且综合钢价下跌超过八百元，中厚板、冷轧品种跌幅均在千元以上，跌幅为 28.2%，创造出 1997 年有钢价记录以来的历史最低点。全年三个时间段有过短暂的反弹行情（一是 3 月中下旬钢价反弹约 100 元/吨，历时半个月；二是 7

月下旬至 8 月上旬中期钢价反弹约 130 元/吨，历时 20 天；三是 12 月下半月至元月初期钢价反弹约 160 元/吨，历时 20 天），其余时期国内钢价处于全面下行阶段，全年钢价最高出现在 2015 年 1 月，最低出现在 2015 年 12 月。

图 3：2014.01~2016.01 沪螺纹钢

HRB400 20MM 价格走势

单位：元/吨



资料来源：中国钢材价格网，中诚信证评整理

钢材贸易方面，钢材贸易商在钢铁供应链中处于弱势地位，且作为产业链的流通环节，其利润空间一直很低，2015 年在经济下行压力加大、环保力度加大、海外贸易主义抬头等因素作用下，钢铁市场需求持续低迷，市场供过于求现象没有改变。产能过剩危机下，钢材价格持续下跌，钢企业经营困难。同时，外部资金流动性的减弱增大了钢贸商的融资成本和资金流风险，钢贸商面临的行业环境不佳。

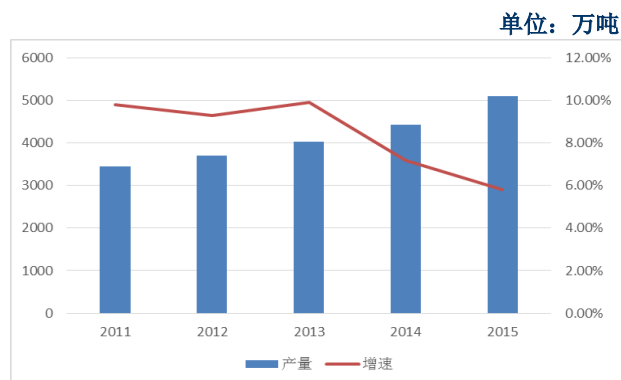
2016 年，我国经济仍有下行压力，供给侧结构性改革加快，预计钢铁消费需求继续收缩。

2015 年有色金属产量增速持续减缓，价格下跌，有色金属工业企业盈利能力下降，行业景气度不佳

由于需求增长放缓，供应不断扩张，自 2012 年起，世界有色金属市场开始进入周期性下行通道，铜、铝、锌、镍等主要有色金属价格持续下滑，2015 年更是下跌明显。市场价格的变化，导致全球有色金属企业生产经营形势恶化，利润大幅度减少，亏损不断增加，投资明显萎缩。从产量情况来看，2015 年，我国十种有色金属产量 5,090 万吨，同比增长 5.8%，增速下降 1.4 个百分点。其中，精炼铜、电解铝、铅、锌产量分别为 796 万吨、3,141 万吨、386

万吨、615万吨，分别同比增长4.8%、8.4%、-5.3%、4.9%。铜材和铝材产量分别为1,914万吨、5,236万吨，分别同比增长7.1%、9.0%，增幅分别回落3.6个和5.7个百分点。

图 4：2011~2015 全国十种有色金属产量



资料来源：中铝网，中诚信证评整理

从行业投资情况来看，2015年有色金属工业（含独立黄金企业）完成固定资产投资7,617亿元，同比下降3.2%，近几年首次出现下降。其中，有色金属冶炼完成投资1,803亿元，同比下降5.8%，有色工业完成投资3,733亿元，同比下降2%，铝行业投资下降尤为显著，铝冶炼投资同比下降9.9%，铝压延加工投资同比下降9.6%。整体行业投资小幅下降。

从行业利润来看，2015年，铜、铝、铅、锌现货年均价分别为40,941元/吨、12,159元/吨、13,097元/吨、15,474元/吨，分别同比下降16.8%、10.2%、5.5%、4.1%，电池级碳酸锂价格大幅上涨，由4.3万元/吨上升至12.3万元/吨。规模以上有色金属工业企业实现主营业务收入57,253亿元，同比增长0.2%；实现利润1,799亿元，同比下降13.2%，近21%的企业亏损，但加工行业实现利润1,080.4亿元，同比增长2.5%，占行业整体利润的60%。行业利润明显下滑。

从进出口情况来看，2015年有色金属进出口贸易总额1,307亿美元，同比下降26.2%。其中，进口额861亿美元，下降13.9%；出口额446亿美元，下降42.2%。但主要矿产品进口量仍保持较快增长，其中铜精矿1,332万吨、铝土矿5,610万吨、铅精矿190万吨、锌精矿325万吨，分别同比增长12.7%、54.6%、4.9%、47.6%。

从价格来看，自2012年起，国内外市场有色金属价格就进入下行通道，但2015年出现的大幅下跌，超过了2008年的国际金融危机时期。2015年，国内市场铜现货平均价为41,000元/吨，较上年下跌16%；铝现货平均价为12,200元/吨，较上年下跌9%，均已接近或跌破国内生产企业的平均成本线。由于市场供大于求，且2015年，国内投机资本做空有色金属期货，严重影响了中国有色金属价格走势，而且成为国际市场打压有色金属价格的主要力量。

2016年，随着中国需求增长速度的回落，而国内外铜、铝等主要有色金属供应总体依然处于过剩状态，主要有色金属价格回升乏力。未来，随着科学技术的发展，轻金属结构材料，对钢铁、水泥、木材等传统材料的替代作用逐渐显现，有色金属需求尚有发展空间。

业务运营

五矿股份组建了黑色流通、黑色矿业、有色金属、地产建设、金融、科技等六大业务中心，目前主营业务包括：有色金属、黑色矿产品的开发、冶炼、加工、贸易，金融，房地产，金属和矿产品工程设计、研发等。2015年，由于有色金属价格下跌明显，同时公司压缩低毛利的黑色流通业务，故当年收入规模较上年下降38%至1,975.99亿元。

分板块来看，2015年，公司有色金属业务、黑色矿业业务、黑色流通业务、金融业务、地产建设业务和科技业务分别实现953.40亿元、36.70亿元、734.18亿元、113.47亿元、163.10亿元和15.16亿元，其中有色金属业务、黑色矿业业务、黑色流通业务和金融业务较上年分别同比下降22.65%、32.00%、53.05%和3.76%，而地产建设业务和科技业务分别较上年小幅增长5.74%和4.21%。

受主要有色金属价格下跌的影响，公司有色金属板块业务规模有所下降

有色金属业务是五矿股份收入和利润的重要来源，由于公司经营的有色金属大宗商品价格与国内外宏观经济景气度具有很强的关联性，近年来铜、铝、锌、铅、钨系等主要产品的价格随宏观经济走势下滑而下跌，盈利能力有所弱化。2015年，

公司有色金属业务中心收入为953.40亿元，较上年下降22.65%。

在生产加工方面，公司主要参与部分上游矿山资源（如钨精粉、铅精粉和锌精粉等）的生产和下游产品（碳化钨粉、硬质合金、氧化铝等）的加工。2015年，受下游需求疲软的影响，公司钨精矿、锌精矿、铅精矿和铜精矿产量分别为22,551吨、581,257吨、131,870吨和169,422吨，除铜精矿外，其他均较上年有所下降。

从销售方面来看，在铜金属业务方面，公司与波兰铜业公司保持长期密切合作，为中国最大的电解铜出口商之一。在钨金属业务方面，公司钨精矿销售实行统一对外报价，加强了钨产业链上下游、内外贸的协调配合；锑、锡、镍和稀土等业务积极开发新产品和新用户，加大自营加工比重，努力拓展内贸。2015年，公司基本金属（包括铜、铝、铅、锌、锡、镍）销售量约为631.40万吨，较上年下降370.96万吨，小金属（包括稀土、钨、锑等）销售量约为13.29万吨，较上年下降7.32万吨。

2015年以来，铜、铅、铝等主要有色金属价格均出现不同程度的下滑，受此影响，公司有色金属业务毛利率维持在较低水平，盈利能力较弱。

受销量和价格持续下降的影响，公司黑色矿业业务收入规模出现下滑

公司黑色矿业中心主营冶金原料生产开发，截至2015年底，公司控制铁矿石资源总量21.02亿吨、铬矿石资源总量8.49亿吨。

黑色矿业生产方面，公司主要依托其全资子公司五矿邯邢矿业有限公司（以下简称“五矿邯邢”）和鲁中矿业有限公司（以下简称“鲁中矿业”）经营。

五矿邯邢是目前国内最大的国有独资大型黑色冶金矿山企业，是我国重要的钢铁工业原料生产基地之一。五矿邯邢相继开发了山东高阳、郑家坡铁矿，安徽李楼、诺普铁矿，目前具有铁矿石原矿1,119.70万吨/年、铁精矿455.20万吨/年的生产能力。2015年，五矿邯邢分别生产铁矿石原矿和铁矿石成品矿1,119.70万吨和455.20万吨，较上年略有下降。

鲁中矿业矿产资源丰富，在莱芜、烟台拥有3

个矿区，铁矿资源总储量2.78亿吨，含铁品位在45.5%以上，矿石可选性好，是我国少有的富铁矿。鲁中矿业生产的铁精矿，含硫、磷极低且保持全自熔，是高炉冶炼、造球和炼特钢的优质原料。目前鲁中矿业具备年产铁矿石原矿604.3万吨/年、铁精矿228.4万吨/年的生产能力，是山东省境内最大的钢铁原料生产基地之一。2015年，鲁中矿业铁矿石原矿和铁精矿产量分别为604.30万吨和228.40万吨，较上年小幅增长。

表 1：2013~2015 年公司黑色矿业产品产量

单位：万吨

	主要产品	2013	2014	2015
五矿邯邢	铁矿石原矿	1,113	1,170	1,119.70
	铁精矿	426	456	455.20
鲁中矿业	铁矿石原矿	543	568	604.30
	铁精矿	203	210	228.40
合计	铁矿石原矿	1,656	1,738	1,724
	铁精矿	629	666	683.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售情况来看，2015年公司黑色矿业产品主要品种铁矿石、铁合金和钢材（坯）的销售量分别为662万吨、15.90万吨和547万吨，销售量较上年均有所下降。

总体来看，2015年受销量及价格持续下降的影响，公司黑色矿业业务实现收入36.70亿元，较上年下降32.00%。

2015 年，公司大幅缩减黑色流通业务规模，主要产品销量大幅减少，该板块业务收入大幅降低

公司黑色流通业务中心主营冶金原料加工与贸易，钢铁冶炼、加工、贸易，仓储运输及金属制品生产加工与贸易。作为五矿股份的传统优势业务，是公司主要的收入来源之一，2015年，由于该部分业务毛利率维持在2~4%之间的微利水平，公司大幅压缩该部分业务，当年实现收入734.18亿元，同比下滑53.05%。

从销量情况来看，2015年公司全年钢材（坯）经营量共1,734万吨，同比减少46.79%；原材料销售方面，公司经营原材料贸易业务的主要机构是五矿发展股份有限公司所属的矿产公司，主要业务是向

钢铁生产企业提供铁矿石、钢坯、生铁、废钢、焦炭等多种原材料，以及为冶金原材料企业提供冶金和矿山成套设备，2015年，该板块整体销量大幅缩减，主要产品铁矿石和煤炭销量分别为2,723万吨和1,444万吨，分别较上年下滑44.33%和小幅增长2.27%。

表 2：2013~2015 年公司钢材(钢坯)经营情况

商品名称	2013	2014	2015
钢材（万吨）	3,324	3,259	1,734
钢坯（万吨）	892	1,041	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：2013~2015 年公司原材料经营情况

商品名称	2013	2014	2015
铁矿石	6,175	4,891	2,723
铁合金	97	132	121
铬矿砂及精矿	75	116	116
锰矿砂	104	121	109
煤炭	1,149	1,412	1,444
焦炭	199	140	141

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从贸易形式上看，目前公司主要采取分销、贸易代理的贸易形式，并不断加大了分销力度，向各地的分销商、零售商和直接用户提供钢材和增值服务。公司已在全国25个省市建成100多家分销公司和营业网点，物流国内分支机构已达49个，能为客户提供货代、船代、租船订舱、保险、仓储和货物运输一条龙服务。目前公司在世界15个国家和地区设有40多家海外企业，构建了全球化的采购、销售网络，成为公司国际化经营的重要组成部分。公司计划未来进一步整合海外企业，发挥其相互之间的战略协同效应。

2015 年，公司其他业务发展较为稳定，除金融业务小幅下降外，地产业务和科技业务均实现增长

地产业务方面，2011 年中国五矿被国资委确定为 16 家能够以地产为主业的央企之一，目前中国五矿所有房地产业务均注入五矿股份。公司房地产与建设业务中心主要经营房地产开发、建安业务以及少量的房地产经营、物业管理等业务，经营主体以五矿置业、五矿建设、二十三冶和营口产业园为

主。2015 年，公司地产业务实现营业收入 163.10 亿元，同比分别增长 5.74%。2015 年全年，公司的房地产业务新开工面积约 56.30 万平方米，施工面积约 188 万平方米，全年签约面积达 156 万平方米。截至 2015 年底，公司合计拥有土地储备面积近 442 万平方米。民用住宅及商业地产领域，截至 2015 年末，公司所属五矿置业、二十三冶嘉盛地产及五矿建设等房地产公司拥有民用住宅项目 31 个，计划总投资约 1,300 亿元，已投资规模 620.38 亿元，未来具有一定的资金压力。

公司金融业务主要包括内部资金集中管理、期货业务、信托业务和证券业务。2015 年，公司金融业务实现营业收入 113.47 亿元，同比下降 3.76%。

科技业务方面，科技业务中心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、材料四大主体专业，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，长沙矿冶院逐步形成了拥有自主知识产权的高技术产业群，主要产品分布在电子基础材料、电源材料以及超硬材料领域。其中，电解锰生产规模在全国位居前列，三氧化二锰产销量稳居全国首位，氢镍电池生产规模居全国第二。2015 年，公司科技业务取得营业收入 15.16 亿元，同比增长 4.21%。

财务分析

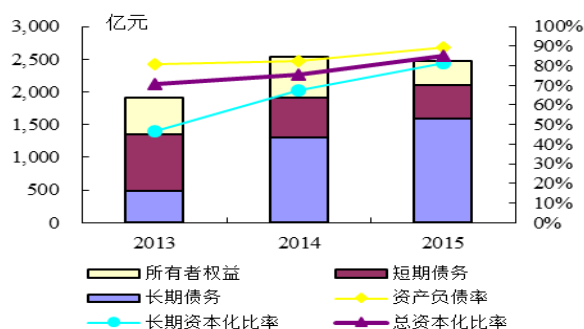
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年度、2014 年度和 2015 年审计报告，所有财务数据均为合并口径，其中，2013 年数据为 2014 年期初数，2014 年和 2015 年数据均为年末数。

资本结构

2015 年，公司业务规模有所缩减，且出现大额亏损，总资产规模有所下降，同期，公司发行总额 23.5 亿元的公司债券和中期票据，以及等额 64.94 亿元人民币的美元债券，负债规模不断上升。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产和负债合计分别为

3,459.87 亿元和 3,089.44 亿元，同比分别下降 2.74% 和增长 5.52%。杠杆比率方面，2015 年公司出现大额亏损，且同期进行清产核资，未分配利润大幅调减，资本实力被大幅削弱，财务杠杆水平有所上升。截至 2015 年 12 月 31 日，公司所有者权益 370.42 亿元，同比下降 41.16%，资产负债率和总资本化比率分别为 89.29% 和 85.02%，同比分别增加 6.99 和 9.81 个百分点。

图 5：2013~2015 年公司资本结构分析

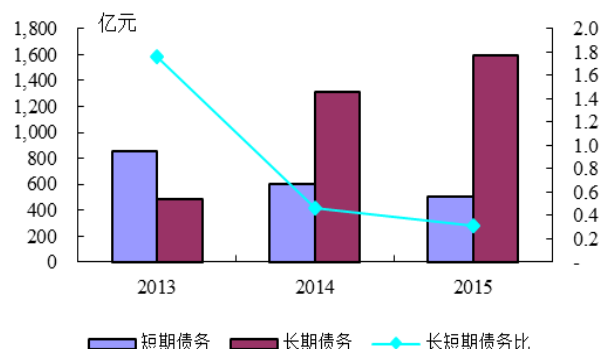


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，2015 年末公司资产主要由货币资金、存货、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，年末余额分别为 434.82 亿元、593.51 亿元、350.90 亿元、601.19 亿元和 243.00 亿元，分别占资产总额的比重分别为 12.57%、17.15%、10.14%、17.38% 和 7.02%。公司存货以钢材、铁矿石、有色金属和煤炭等库存商品以及房地产开发成本为主，铁矿石、有色金属和煤炭等资源类存货变现能力较强，不过受宏观经济影响价格波动较为明显，虽然公司存货规模有所下降，但仍处于较高水平，较大规模的存货使公司面临一定的存货跌价风险。

债务结构方面，2015 年公司发行总额 23.5 亿元的公司债券和中期票据，以及等额 64.94 亿元人民币的美元债券，截至 2015 年末，公司总债务规模增长 10% 至 2,102.71 亿元。由于公司债券和中期票据的发行，公司 2015 年长期债务占比有所上升，债务期限结构有所优化。截至 2015 年 12 月 31 日，公司短期债务为 504.60 亿元，长期债务为 1,598.11 亿元，长短期债务比由上年末的 0.46 下降至 0.32。

图 6：2013~2015 年公司债务结构

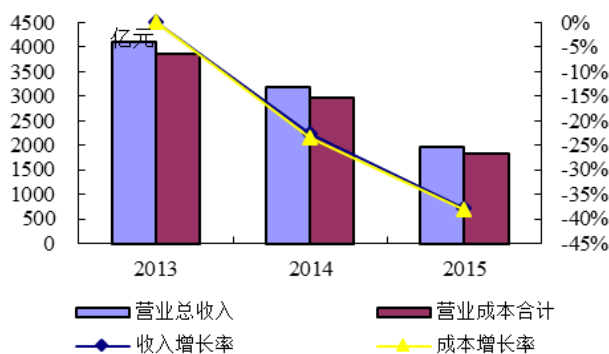


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司出现亏损，并进行清产核资，自有资本实力有所削弱，资产负债率和总资本化比率上升。然而随着公司着力调整债务结构，2015 年成功发行中期票据和公司债，使得债务期限结构有所改善。中诚信证评也关注到，公司未来资金需求量仍将保持较高水平，债务压力可能进一步上升。由于公司控股多家上市公司，资本市场融资渠道畅通，目前，公司以债权融资为主，若能充分发挥上市公司的股权融资功能，将为公司未来发展提供有力的资金支持，并有效改善资本结构。

盈利能力

图 7：2013~2015 年公司收入成本变化



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年以来，宏观经济下行压力依旧较大，公司各业务板块下游需求持续回落，加之矿产价格大幅下跌，公司有意压缩低毛利的黑色流通业务，2015 年公司取得营业总收入 1,975.99 亿元，同比下降 38%；同期营业毛利率为 7.55%，低毛利的黑色流通业务下降幅度较大使得公司总体毛利率水平小幅回升。

分板块看，黑色金属、黑色流通和有色金属是公司主要的收入和利润来源。2015 年，公司有色金

属业务收入为 953.40 亿元，占营业总收入比为 48.25%，毛利率为 6.28%，为公司最主要利润来源，但由于铜、铅等有色金属价格下跌，该板块收入和利润规模同比均有所下滑。同时，由于拥有国内稀缺的铁矿砂资源，公司黑色矿业业务的盈利能力相对较高，但受价格下跌影响，2015 年毛利率下滑至 19.67%，收入和利润规模均有所下滑。黑色流通业务是公司的传统优势业务，也是公司主要的收入来源之一，但该部分业务毛利水平较低，2015 年公司有意缩减该部分业务量，2015 年收入同比减少 53.05%至 734.18 亿元。

表 4：2014~2015 年公司各业务板块收入及毛利分析

单位：亿元、%

业务板块	2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属	1,232.59	8.27	953.40	6.28
黑色矿业	53.96	33.90	36.70	19.67
黑色流通	1,563.81	2.36	734.18	3.54
科技	14.54	10.11	15.16	4.13
金融	117.90	0.15	113.47	0.04
地产建设	154.43	21.18	163.10	17.50

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司近年来严控日常费用，但由于 2015 年收入规模大幅下滑，三费占比相应有所提高。2015 年公司三费合计 205.05 亿元，基本与上年持平，占营业收入的比重为 10.38%，同比上升 4.16 个百分点。2015 年公司销售费用和管理费用均受业务量下降影响有所减少；财务费用为 87.45 亿元，同比增长 18.73%，主要由于债务增长带动利息支出增加所致。

表 5：2013~2015 年公司期间费用情况

单位：亿元

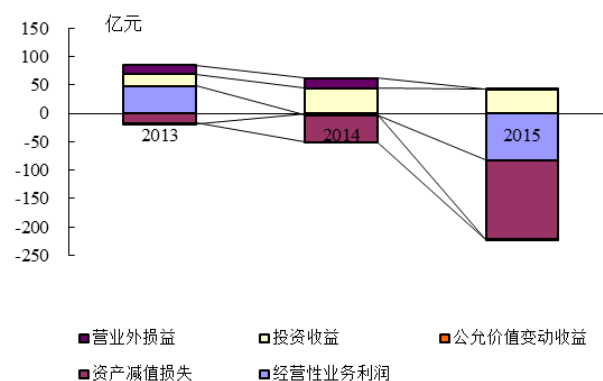
	2013	2014	2015
销售费用	26.81	30.30	29.44
管理费用	94.51	93.75	88.16
财务费用	51.69	73.65	87.45
三费合计	173.01	197.69	205.05
营业总收入	4,110.90	3,177.79	1,975.99
三费收入占比	4.21%	6.22%	10.38%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015 年，公司出现亏损，利润总额为-179.20 亿元。其中，受主要产品价格持续下

跌影响，公司收入水平下降明显，经营性业务出现亏损，经营性业务利润为-82.48 亿元；同期，公司确认资产减值损失-139.75 亿元，进一步扩大了当期亏损；投资收益为 42.20 亿元，主要包括作为财务性投资的股权转让收益、对参股企业权益法确认收益和持有的金融资产的投资收益等。

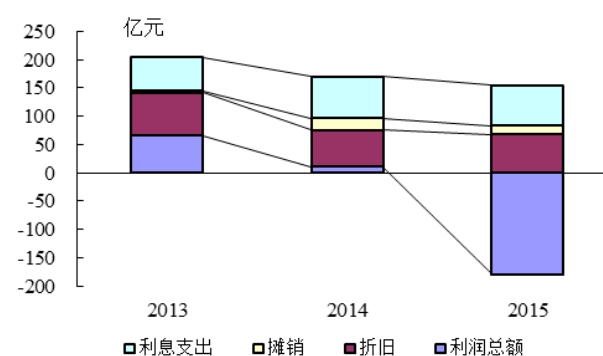
图 8：2013~2015 年公司利润总额构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，受公司当期出现大额亏损影响，2015 年公司 EBITDA 为-24.58 亿元，大幅减少。同年，公司不断缩减库存，匹配上下游账期，故当年经营活动现金流大幅改善，2015 年公司取得经营活动净现金流 190.57 亿元，较上年经营性现金流净流出的状态大幅改善。

图 9：2013~2015 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2015 年公司现金流状况有所改善，但当年公司营业收入出现下滑，同时受产品价格下跌及大规模资产减值计提的影响，公司亏损金额较高。

偿债能力

表 6：2013~2015 年公司偿债能力指标

	2013	2014	2015
长期债务(亿元)	487.6	1,307.34	1,598.11
总债务(亿元)	1,346.82	1,910.17	2,102.71
经营活动净现金流(亿元)	-91.02	-3.47	190.57
EBITDA(亿元)	204.89	170.72	-24.58
总债务/EBITDA(X)	6.57	11.19	-85.56
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.06	0.00	0.09
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.51	-0.05	1.73
EBITDA 利息倍数(X)	3.39	2.25	-0.22

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从偿债指标来看，2015 年公司总债务/EBITDA 和经营活动净现金/总债务分别为-85.56 倍和 0.09 倍，公司获现能力对整体债务的保障程度较弱，但经营性现金流对债务保障能力较上年有所增强。同样，受 EBITDA 为负及经营性现金流有所改善的影响，2015 年公司 EBITDA 利息保障倍数和经营净现金流利息保障倍数分别为-0.22 倍和 1.73 倍。

根据公司战略发展规划，预计未来两年公司资金需求量仍将维持在较大规模，公司债务规模还将继续攀升。但考虑到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；加之公司银企关系良好，截至 2015 年末，公司与五矿集团共获得多家商业银行综合授信额度为 4,307.19 亿元，拥有较大的间接债务融资空间。中诚信证评认为，公司融资能力很强、融资手段较多，可在未来为公司发展和资金需求提供良好的支持。

从或有负债看，截至 2015 年末，公司对外担保余额为 45.16 亿元，约占年末净资产的 12.19%，被担保方均经营正常，或有负债风险可控。

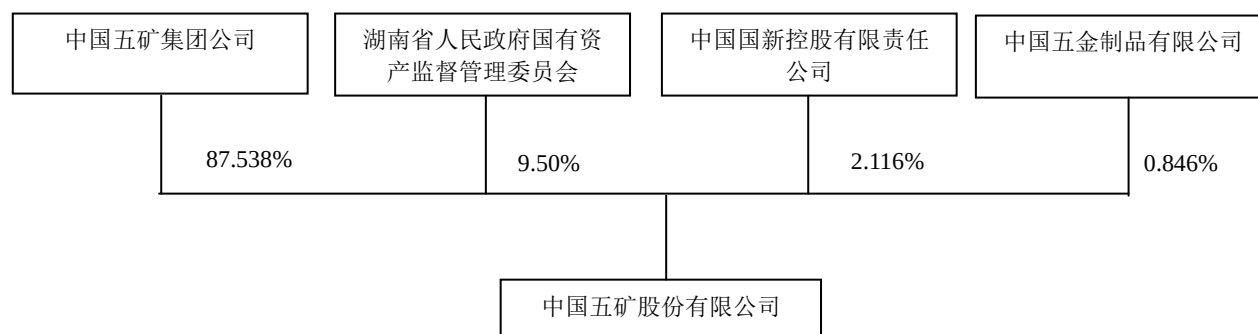
总体来看，2015 年公司负债水平有所上升，收入规模下降，并出现较大程度亏损。然而，公司债务期限结构及现金流状况有所改善，且长期内随着我国经济的持续发展，黑色金属及有色金属需求量仍将持续保持，加之随着公司资产减值的计提完毕，公司盈利能力有望逐渐恢复。

结 论

综上，中诚信证评维持五矿股份主体信用等级

AAA，评级展望为稳定；维持“中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券(第二期)”信用等级为 AAA。

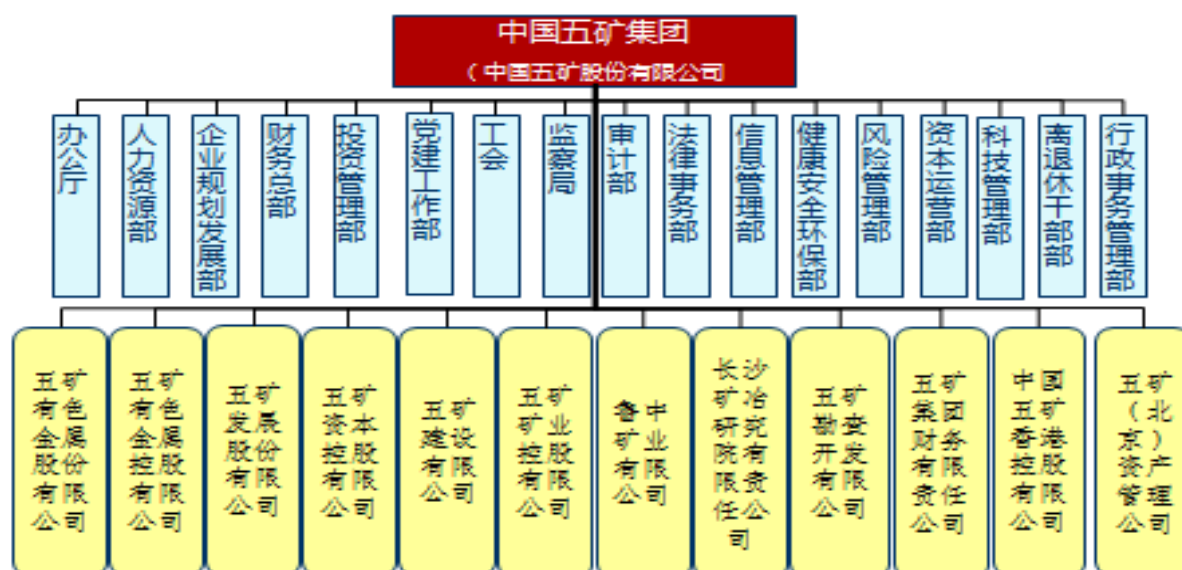
附一：中国五矿股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：中国五矿股份有限公司组织结构（截至 2015 年 12 月 31 日）



中国五矿集团公司/中国五矿股份有限公司组织架构图：



注：所列非法人企业为中国五矿直接管理的子企业。

附三：中国五矿股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	2,911,766.19	3,403,721.49	4,348,159.29
存货净额	7,819,734.03	7,859,580.19	5,935,143.18
其他应收款	770,951.66	1,098,868.18	1,920,927.87
长期投资	1,852,669.97	2,179,413.91	2,352,105.79
固定资产(合计)	6,616,950.10	10,238,639.07	9,878,453.85
总资产	28,725,060.48	35,574,929.78	34,598,688.07
短期债务	8,592,255.26	6,028,408.61	5,046,041.05
长期债务	4,875,950.33	13,073,446.67	15,981,069.21
总债务	13,468,205.59	19,101,855.28	21,027,110.26
净债务	10,556,439.40	15,698,133.79	16,678,950.97
总负债	23,158,090.64	29,279,463.64	30,894,445.82
所有者权益（含少数股东权益）	5,566,969.84	6,295,466.14	3,704,242.25
营业总收入	41,109,017.26	3,777,895.73	19,759,912.60
三费前利润	2,214,448.47	1,947,597.20	1,225,720.06
EBITDA	2,048,852.14	1,707,210.98	-245,760.56
经营活动产生现金净流量	-910,215.73	-34,702.86	1,905,716.25
投资活动产生现金净流量	-1,509,440.19	-5,188,536.88	-2,544,356.64
筹资活动产生现金净流量	3,413,644.05	5,634,248.46	1,678,048.24
现金及现金等价物净增加额	979,050.47	404,974.74	1,045,197.06
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	5.61	6.37	7.55
所有者权收益率（%）	8.23	-1.76	-48.23
EBITDA/营业总收入（%）	4.98	5.37	-1.24
速动比率（X）	0.52	0.71	0.88
经营活动净现金/总债务（X）	-0.07	0.00	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.11	0.00	0.38
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.51	-0.05	1.73
总债务/EBITDA（X）	6.57	11.19	-85.56
EBITDA 利息倍数（X）	3.39	2.25	-0.22
资产负债率（%）	80.62	82.30	89.29
总资本化比率（%）	70.74	75.21	85.02
总资产收益率（%）	1.59	-0.00	-3.06
三费收入比（%）	4.21	6.22	10.38

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中的应付融资租入固定资产的租赁费

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

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

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