中诚信证评 CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪352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（第一期）”和“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；维持上述债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月十五日

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（2018）

债券名称	中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）
债券代码	品种一：122468 品种二：122469
债券简称	品种一：15 五矿 01 品种二：15 五矿 02
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 5 年期 20 亿元，10 年期 20 亿元
存续期限	5 年期为 2015/11/05~2020/11/04 10 年期为 2015/11/05~2025/11/04
上次评级时间	2017/06/19
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

债券名称	中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）
债券代码	品种一：136051 品种二：136052
债券简称	品种一：15 五矿 03 品种二：15 五矿 04
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	2017/06/19
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

基本观点

2017年，国内经济持续温和复苏，加之供给侧改革利好，钢铁、铜、锌、铅系等金属产品的价格上涨，下游需求改善，带动中国五矿股份有限公司（以下简称“公司”或“五矿股份”）整体业务企稳，盈利状况和经营性现金流状况得到改善。同时公司资源储备丰富、一体化产业链基本形成等优势为后续业务发展奠定较好基础。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司盈利能力受金属价格波动影响较大及负债水平高企、债务负担较重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（第一期）”信用等级为**AAA**，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

- 资源储备丰富。公司为国内最大的锌资源拥有者，在铜铝外的有色金属资源储备处国内领先地位，而钨、锑、稀土、铋、铅等资源储量处于绝对领先地位，同时公司拥有国内最大的两个单体独立铁矿山，截至 2017 年末铁矿石资源总量为 19.80 亿吨，丰富的资源储量为公司业务发展提供了良好的基础。
- 公司整体盈利能力提升。2017 年国内经济复苏，加之供给侧改革利好，钢铁、铜、锌、铅系等金属产品的价格上涨，下游需求回升，带动公司整体业务企稳，盈利状况得到改善。公司净利润由2016年度亏损40.07亿元转为2017年盈利 32.90 亿元。
- 融资渠道畅通，融资能力很强。公司旗下控股多家上市公司，资本市场融资渠道畅通。另外，公司银企关系良好，截至 2018 年 3 月末，公司获得多家商业银行综合授信额度为 2,533 亿元，尚未使用授信余额 1,148 亿元，备用流动

概况数据

五矿股份	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	370.42	337.76	533.67	512.64
总资产（亿元）	3,459.87	3,619.45	4,295.94	4,223.66
总债务（亿元）	2,102.71	2,152.21	2,552.37	2,503.02
营业收入（亿元）	1,975.99	1,950.74	2,268.68	436.38
营业毛利率（%）	7.55	9.04	12.26	14.86
EBITDA（亿元）	-24.58	138.79	249.97	-
所有者权益收益率（%）	-48.23	-11.86	6.17	7.69
资产负债率（%）	89.29	90.67	87.58	87.86
总债务/EBITDA（X）	-85.56	15.51	10.21	-
EBITDA利息倍数(X)	-0.22	1.41	2.68	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn
黄 永 condor@ccxr.com.cn
Tel：（021）60330988
Fax：（021）60330991
www.ccxr.com.cn

2018年6月15日

性充裕。

关 注

- 盈利能力受金属价格波动影响较大。金属价格不仅受供求变化影响，而且与全球经济状况、国内经济状况密切相关，目前有色金属及黑色金属价格波动幅度较大，对公司整体盈利能力造成较大影响。
- 负债水平高企，债务负担较重。2017年末，公司资产负债率小幅降至87.58%，但依然保持较高水平，同期总债务高达2,552.37亿元，债务负担较重。

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委托方构成委托关系外，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.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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

重大事项说明

1、中国五矿股份有限公司（以下简称“公司”或“五矿股份”）于 2015 年 9 月 21 日发行了中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）（以下简称“15 五矿 01、15 五矿 02”），于 2015 年 11 月 20 日发行了中国五矿股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）（以下简称“15 五矿 03、15 五矿 04”），由于公司 2015 年度、2016 年度经营业绩出现连续亏损，该两期公司债券自 2017 年 5 月 10 日起在上交所撮合平台暂停上市，暂停上市后公司债券简称变更为“15 矿 01 停”、“15 矿 02 停”、“15 矿 03 停”、“15 矿 04 停”。

公司 2017 年度财务会计报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。经审计，截至 2017 年 12 月 31 日，公司净资产 533.67 亿元，2017 年实现营业收入 2,230.26 亿元，归属于母公司股东净利润 6,298.62 万元。

公司已于 2018 年 5 月 16 日向上海证券交易所提交了恢复“15 矿 01 停”、“15 矿 02 停”、“15 矿 03 停”、“15 矿 04 停”上市交易的申请。上海证券交易所同意了公司债券“15 矿 01 停”、“15 矿 02 停”、“15 矿 03 停”、“15 矿 04 停”自 2018 年 6 月 6 日恢复上市，债券简称由“15 矿 01 停”、“15 矿 02 停”、“15 矿 03 停”、“15 矿 04 停”变更为“15 矿 01”、“15 矿 02”、“15 矿 03”、“15 矿 04”，债券代码“122468”、“122469”、“136051”、“136052”不变。

2、根据《中华人民共和国公司法》和《国务院办公厅关于印发中央企业公司制改制工作实施方案》（国办发〔201769 号〕）等规定，经国务院国有资产监督管理委员会批复同意，公司控股股东中国五矿集团公司于 2017 年 12 月 26 日完成公司制改制，并办理了工商变更登记手续，企业名称由“中国五矿集团公司”变更为“中国五矿集团有限公司”，企业类型由全民所有制企业变更为国有独资公司，注册资本变更为 102 亿元人民币。

总体看，公司作为五矿集团下属主要运营平台，2017 年公司盈利状况得到改善，以及雄厚的股东背景都将为其后续业务发展提供有力支持。

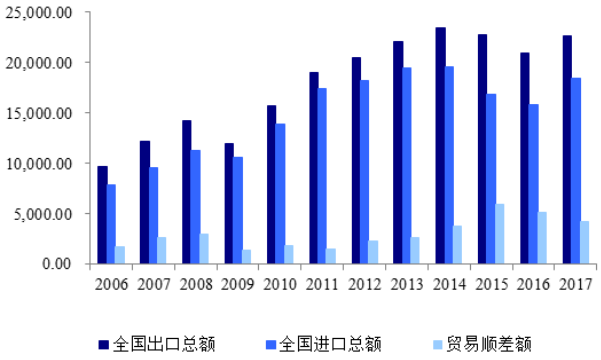
行业环境

2017 年以来，全球经济持续温和复苏，国内经济稳中向好，“一带一路”战略稳步推进，外贸转型升级政策效应显现，推动我国外贸进出口结束两年负增长的态势，实现恢复性增长；我国继续推进内贸流通体制改革，推动物流降本增效，我国国内贸易保持较快发展，结构持续优化

2017 年，全球经济延续复苏态势，经济持续扩张，通胀总体温和，国际市场需求总体继续增长，但贸易保护主义加剧威胁全球贸易增长。随着供给侧结构性改革不断深化，国内经济稳中向好，推动全年我国外贸进出口持续增长。2017 年，我国进出口总额 4.10 万亿美元，同比增长 11.37%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口 2.26 万亿美元，同比增长 7.9%，创自 2014 年以来新高；进口 1.84 万亿美元，同比增长 15.9%，创自 2012 年以来新高。2017 年，我国实现贸易顺差 0.42 万亿美元，较上年度收窄 0.09 万亿美元。

图 1：2006～2017 年我国进出口总额和贸易顺差情况

单位：亿美元



资料来源：商务部，中诚信证评整理

从当前全球贸易环境来看，经过国际金融危机后近十年的调整，2017 年以来世界经济复苏态势好于预期，经济增长逐步摆脱低速运行态势，工业生产、国际贸易等领域持续复苏，经济增长动力增强。此外，2017 年，国际市场大宗商品价格整体呈现同比上涨态势，带动我国进口价格指数上升至 109.4，价格对进口增长的贡献率为 52.6%。同时进口原材料价格上涨影响传导至出口制成品，2017 年我国出口价格指数为 103.9，价格对出口增长的贡献率为

37.3%。同时，在国内经济稳中向好、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固；从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出。

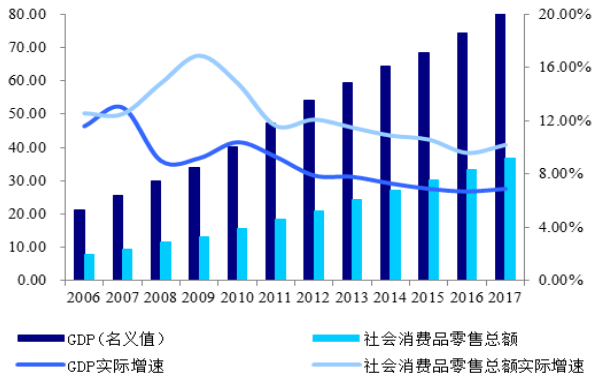
近年来，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

但另一方面，近期国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制、完善扩大进口的财税金融政策、鼓励先进技术设备和关键零部件进口、提高贸易便利化水平等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2017年，国内生产总值827,121.7亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%；社会消费品零售总额366,261亿元，同比增长10.2%。

图 2：2006~2017 年我国 GDP 和社会消费品零售额规模及其增速

单位：万亿元



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，2016 年 11 月，我国商务部等 13 部门印发了《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》（商秩发〔2016〕427 号），部署开展为期两年的加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动（以下简称“专项行动”）。为推进专项行动实施，2017 年 6 月，我国商务部印发了《2017 年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》（商办秩函〔2017〕184 号，以下简称“方案”），方案提出以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点，促进消费需求扩大和消费升级。其中，在畅通流通网络方面，提出融通线上线下渠道，支持和引导融合型、共享型、智慧型和链条式创新，支持流通与相关产业跨界融合等措施；在降低流通成本方面，主要提出降低三大成本，降低制度性成本，继续推进降费减税；降低技术性成本，推动农产品冷链物流标准化；降低组织性成本，鼓励流通企业扩大连锁经营规模，全面启动“农商互联”。方案有望从政策上促进消费需求扩大，推动消费升级，形成长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

总体上，2017 年，我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，

有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

2017 年，在国家大力推进供给侧改革背景下，经济指标明显好转，经济增长稳中求进，有色金属价格在环保政策及本身较好基本面支撑下涨势强劲

有色金属行业下游主要为房地产、电力、家电、汽车等行业，其发展与宏观经济发展及全国固定资产投资密切相关，是典型的周期性行业。我国作为新兴工业化国家，在世界有色金属工业中的地位不断增强，生产和消费规模不断扩大。2012 年以来，我国铜铝铅锌四种基本金属产量和消费量全部位居全球第一，已成为全球最大的有色金属生产和消费国，构成了全球范围内有色金属需求的“中国因素”。但近年来，受经济增速放缓影响，我国有色金属行业发展速度有所下降。2015~2017 年，我国十种有色金属产量分别为 5,090 万吨、5,283 万吨和 5,378 万吨，同比分别增长 5.8%、2.5%和 1.8%。

从下游细分行业看，在国内经济增速放缓的大环境下，电力、房地产及汽车等有色金属主要消费领域的增速近年来出现不同幅度的下滑。电力方面，2015~2017 年，我国电网基本建设投资完成额分别为 4,603 亿元、5,426 亿元和 5,315 亿元，分别同比增长 5.75%、11.74%和-2.20%，电网投资需求 2016 年增长显著，2017 年较上年有所回落；房地产方面，2017 年，全年全国房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.0%，增速较上年提升 0.1 个百分点，全国房屋新开工面积 17.86 亿平方米，同比增长 7.0%，增速较上年提升 0.1 个百分点，其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米，同比增长 10.5%。汽车方面，2017 年，汽车产、销量分别为 2,901.54 万辆和 2,887.89 万辆，分别同比增长 3.19%和 3.04%，增速较上年同期分别下降 9.91 个百分点和 10.21 个百分点。

图 3：近年来我国十种有色金属产量及增长情况

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总体来看，目前有色金属行业在供给侧改革和全球经济复苏的共同促进下发展势头良好。预计随着电网投资、轨道交通等基建需求增加，短期内铜、铝等产品需求有望提升，但由于房地产投资等主要消费领域增速仍处于下滑趋势，行业销售及去库存压力仍将持续，有色金属产品总体需求或将维持低速增长态势。

铜产品方面，根据美国地质调查局统计数据，世界铜矿资源主要分布在北美洲和拉丁美洲，截至 2017 年末，全球可开采铜资源储量为 7.90 亿吨，其中智利可开采铜资源储量最多，占比达 21.52%，中国可开采铜资源储量为 2,700 万吨，占比为 3.42%。

供应方面，根据美国地质勘探局统计数据，2017 年全球铜矿产量为 1,970 万吨，同比增加 1.55%；中国铜矿产量为 186 万吨，同比增加 6.90%。2017 年全球精炼铜产量为 2,353.30 万吨，同比增加 0.82%；中国精炼铜产量为 888.90 万吨，同比增加 5.18%。

根据美国地质调查局、《中国有色金属工业年鉴》的统计数据，近年来，中国精炼铜产量远高于中国铜矿产量，且缺口逐年扩大，其中 2017 年中国精炼铜产量 888.90 万吨，远高于同期中国铜矿产量 186.00 万吨，这是由于铜精矿产出地集中，主要在智利、秘鲁等南美地区，具有一定的垄断性，我国铜矿资源较匮乏，矿石品位相对较低，铜矿自给率严重不足。随着铜需求增加，铜矿进口量有所增长，2017 年中国铜矿砂及其精矿进口量为 1,733.34 万吨，同比增加 1.65%。近年来大量铜资源要从国外进口，包括铜精矿、废铜、精铜和未锻造的铜及

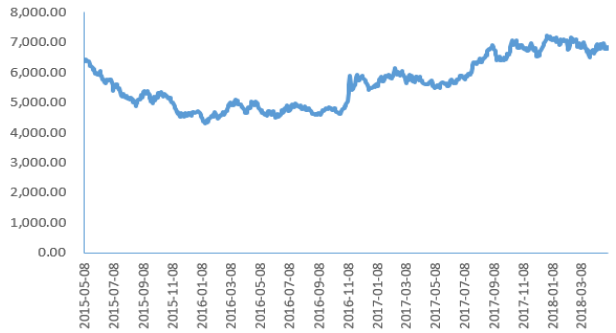
铜材，并且国内铜资源总量已经十分有限，未来国内铜精矿的对外依赖程度还会进一步的提高。

我国精炼铜产能的持续扩张不能满足市场需求，进口精铜成为重要补充，近年来我国精铜进口量均保持较大规模；但精铜进口量的变化除了受国内需求影响以外，近年来越来越受到融资贸易的影响。2017 年精炼铜进口数量为 324.30 万吨，同比下降 10.64%，由于精炼铜进口业务持续亏损，导致进口量大幅下滑。

价格方面，铜属于典型的周期性行业，价格存在周期性波动，作为大宗商品，同时具备较强的金融属性。2017 年初，全球出现多起铜矿供应中断事件，市场供需紧缩令铜价走势拉升。2017 年 3 月份开始，美元指数走强，以及全球铜矿复产，铜价弱势下跌为主。2017 年 7 月，受废七类铜禁止进口消息影响，市场对供应紧缺的担忧升温，铜价开始上升。2017 年 12 月美联储加息事件，铜价偏弱震荡，出现一定幅度回调。

图 4：LME 铜现货价格走势

单位：美元/吨



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

政策方面，2017 年 7 月 18 日，中国环保部向 WTO 递交通知，宣布从 2017 年 9 月起，中国将禁止进口 4 大类 24 种“洋垃圾”。其中七类废杂铜，属于限制进口许可废料，要进口此类废料需要获得相关批文。2018 年 1 月 31 日，环保部公示了 2018 年第 5 批倡议核准的限定入口类申请明细表，此次审定废七类铜进口量合计 3,470 吨，同比下降 93.57%。此次限制废七类铜进口量，将减少 2018 年废铜进口量，对应缺口将一定程度刺激铜精矿、精炼铜等价格上升。

锌产品方面，2017年以来，受益于印度、秘鲁、土耳其和厄立特里亚等国家的恢复性增产，全球锌精矿产量同比增加4.8%至1,260万吨，但由于需求端较为稳定，全球锌精供应仍呈短缺态势，全年供应缺口为49.8万吨。精锌方面，根据安泰科预估，2017年全球精锌产量约为1,338.0万吨，同比增加0.17%；同时受美国经济增长带动，全球精锌消费量同比小幅增至1,391.5万吨，全年供应缺口为53.5万吨，较去年同期有所扩大。国内方面，2017年我国精锌产量为580万吨，受加工费走低部分中大型冶炼厂出现阶段性检修减产以及环保监督力度加强等因素影响，同比下降1.69%；同期房地产开发、汽车及冰箱等下游需求增长使得我国精锌消费量同比增加0.61%至661万吨；同期精锌净进口量为65万吨，全国精锌市场供应短缺约16万吨。

库存方面，由于2017年以来锌产品消费量稳步增长而供应量继续偏紧，当年显性库存降幅较大，低库存的局面贯穿全年。其中，截至2017年底，LME锌库存同比减少57.45%至18.21万吨，为2008年以来最低水平，同期末上海期货交易所库存量同比减少55.09%至6.86万吨。

价格方面，2017年1~5月，受全球地缘政治风险加大及全球锌精矿增量释放预期增强等因素影响，国际锌价震荡中小幅下降；但下半年以来，随着全球宏观风险逐渐平息以及锌矿紧缺逐步向下游冶炼传导，锌价再度快速上升，截至2017年底，LME3月期锌价收于3,316美元/吨，较年初上涨了30.2%，2017年全年LME3月期锌平均价格为2,890美元/吨，同比上升37.8%。国内方面，沪锌总体跟随外盘走势，2017年底，沪锌主力合约收盘价格为25,725元/吨，较年初上升21.6%，全年平均价格为23,592元/吨，同比上涨41.4%。

总体来看，2017年以来，锌产品消费量稳步增长，但供应量继续偏紧，国内外市场库存量大幅下降，锌产品价格继续大幅上升。

图 5：2015 年~2017 年 LME 期锌价格走势

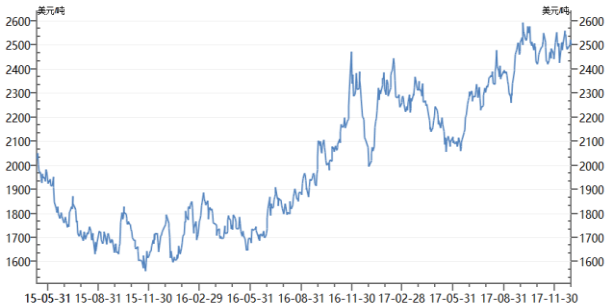
资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

铅产品方面，根据ILZSG的统计，在2017年大多数月份里，全球精炼铅市场一直处于短缺状态。2017年全球铅精矿供给和需求都较上年同期水平小幅下滑。从2016年开始，我国精铅的产量在世界精铅产量在世界精铅产量中占比已经达到40%以上，并且还在不断走高。2017年，我国年度精铅产量为487万吨，同比增长4.39%，与近几年相比，当前产量维持在较高水平。铅的主要用途是铅酸蓄电池，而铅酸蓄电池主要用在汽车、通讯电源、电动自行车等用途上。随着全国环保巡查工作的全面落实，铅酸蓄电池行业面临更加沉重的环保压力；同时铅价的持续上涨，企业利润空间进一步被压缩，面临更大的生存压力，2017年以来我国铅酸蓄电池产量累计同比持续出现负增长。

价格方面，2017年6月份之前受国际地缘政治动荡引发的避险情绪影响，以及中国需求疲软的影响，LME铅价持续下挫，年内低点1,955美元/吨。之后随着需求回暖以及中国环保政策导致供应收紧、美国减产等因素影响，铅供应出现短缺，铅价开始持续反弹，一度突破2,600美元/吨。LME三月期铅最终录得年均价2,326美元/吨（为近十年来的次高），同比上涨23.9%。LME现货均价2,317美元/吨，同比上涨23.9%。国内铅价在5月份之前，受消费提前预支的影响，铅市场基本面偏弱，铅价出现深度回调，沪铅主力由年初的19,000元/吨左右回调至15,385元/吨的低点，之后环保督查导致供应收缩，基本面好转，库存持续下降，铅价开始攀升，并于9月末创出年内高点21,220元/吨。进入10月份之后，环保督查结束，再生铅供应放量，铅价震荡回调，先后跌破20,000和19,000关口。但进入12月份之后，环保再起叠加天然气供应紧张影响供应，铅价再度上涨，最终收盘19,170元/吨。2017年沪铅主力年均价18,276元/吨，同比上涨24.6%；国内现货年均价18,363元/吨，同比上涨26.4%，均价为近十年的新高，从历史上来看，仅次于2007年。

长期看，目前我国铅冶炼企业普遍规模较小，行业集中度较低，调整产业结构、淘汰落后产能成为未来铅行业的重点发展目标。中诚信证评认为，铅在环保压力加大下，基本面会转弱，国内铅价重心下移的风险加大。

图 6：2015 年~2017 年 LME 期铅价格走势



资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

未来国内外经济环境更加复杂严峻，经济下行压力仍在加大，我国经济发展新常态特征愈发明显。随着“十三五”规划，“一带一路”、京津冀协同发展等一系列稳增长措施的出台，将为有色金属工业拓展新的发展空间，但全球经济发展仍有较大不确定性，未来一定时期内有色金属价格将保持震荡波动的态势。此外，考虑到当前煤炭能源价格和运输成本上涨、投资乏力对行业效益持续回升的影响，加快供给侧改革，去产能、去杠杆、补短板、加快行业转型升级和降本增效，仍将系未来有色金属行业发展重点。

2017 年受益于落后产能的加速出清，以及取缔“地条钢”行动效果显著，钢铁企业盈利大幅提升，杠杆水平出现下降；钢铁行业采暖季环保限产政策力度加大，“2+26”城市供给收缩、绿色升级改造或将成为供给侧改革的主要方向

钢铁工业是典型的周期性行业，其发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。2017 年，钢铁行业深入推进供给侧结构性改革，去产能工作取得明显成效，全年共化解粗钢产能 5,000 万吨以上，超额完成年度目标任务，“地条钢”得以全面取缔，统计

内合规产能开始快速释放，从根本上扭转了“劣币驱逐良币”现象，有效改善了市场环境。受益于钢铁行业在化解过剩产能后供求关系的改善，2017年，中国钢铁工业协会统计的重点大中型企业累计实现销售收入3.69万亿元，同比增长34.1%，实现利润1,773亿元，同比增长613.6%，供给侧改革成效显现。在较高的利润空间下，行业去杠杆的成效也逐步显现，根据中国钢铁工业协会资料显示，2017年末钢协会员企业的资产负债率为67.23%，比2016年末下降了2.56个百分点；此外，受环保政策趋严影响，“2+26”城市密集出台了具体的地方冬季环保限产政策，限产政策对钢铁行业供需产生较大影响，限产区域内钢材产量明显下滑，短期内钢材需求提前释放，钢材社会库存处于较低水平，2017年四季度部分区域出现供应偏紧的情况带动钢材价格快速冲高，而2018年年初钢材价格小幅下降，趋于理性。环保限产是解决当下大气环境的手段之一，但绿色升级改造才是实现钢铁行业可持续发展的重中之重。“十三五”初期，随着落后产能的不断压缩以及地条钢的取缔，供需失衡的主要矛盾有所缓解，展望“十三五”后期发展，钢铁行业供给侧改革的重点将转为绿色升级改造。2017年我国粗钢产量8.32亿吨，同比增长5.7%，但考虑到往年“地条钢”产量并未纳入统计范围之内，2017年实际粗钢产量不会高于2016年水平。

2017年，房地产及基础设施建设仍保持了较大的投资增长规模，钢铁下游需求平稳释放。全年全社会固定资产投资完成64.12万亿元，同比增长7.0%，其中基础设施建设投资完成14.00万亿元，同比增长19.0%；全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.0%。下游汽车行业方面，据中国汽车工业协会统计，2017年我国全年累计生产汽车2,901.5万辆，同比增长3.2%；全年销售汽车2,887.9万辆，同比增长3%，分别低于上年同期11.3和10.6个百分点。同期，我国造船业景气度大幅改善，据中国船舶工业行业协会数据显示，全国造船完工4,268万载重吨，同比增长20.9%；承接新船订单3,373万载重吨，同比增长60.1%；12月底，手持船舶订单8,723万载重吨，同比下降12.4%。此外，铁路建设方面，2017年铁路固定资产投资8,010亿元，新建铁路投产里程3,038公里。

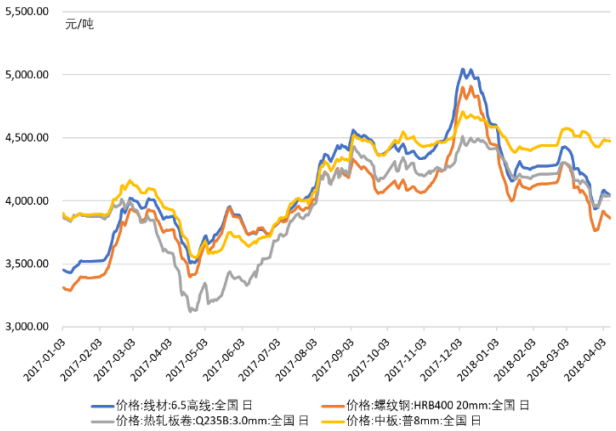
钢材出口方面，由于国内钢材价格高位运行，国内外钢材价差缩小甚至出现倒挂现象，加之国际贸易摩擦频出，2017年我国累计出口钢材7,543万吨，同比下降30.5%；累计进口钢材1,330万吨，同比增长0.6%。此外，2017年我国钢铁出口产品遭遇来自13个国家和地区发起的20起贸易救济调查，其中反倾销调查案件15起，反倾销、反补贴合并案件4起，反规避调查案件1起；虽然调查数量有所下降，但近年来频繁的贸易摩擦，钢铁行业在出口国家需交纳惩罚性关税，使得钢材出口成本大幅上升，钢材出口空间受到抑制。2018年起中美贸易摩擦加剧，中诚信证评也将对国际贸易摩擦对钢材需求的影响保持关注。

价格方面，受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响，2017年钢材价格大幅上涨，截至12月末中国钢材价格指数为121.8点，较年初上升22.3点，涨幅22.4%，其中长材价格指数由年初97.6点升至129.0点，涨幅32.2%；板材价格指数由年初104.6点升至117.4点，涨幅12.2%。细分品种中，国内螺纹钢价格年初为3,268元/吨，最高涨至5,000元/吨以上，年底回落至4,447元/吨，同比增长36.1%。

2018年一季度，尽管处于限产期间，在行业高利润的刺激下，但企业通过提高废钢添加比例等手段提高钢材产量，导致在生铁产量下滑的同时粗钢产量仍有所增长，当期全国累计生铁、粗钢及钢材产量分别为17,500万吨、21,215万吨和24,693万吨，分别同比增长-1.2%、5.4%及4.7%。而市场需求方面，冬季北方地区建筑施工暂停，钢材市场需求较为疲软，主要以钢贸商冬储为主。在下游需求疲软及供给端略有增加情况下，钢铁行业短期内呈现供大于求的格局，整体社会库存明显上升，截至2018年3月末，全国主要钢材品种社会库存升至1,797.17万吨，同比及环比均有所增长，钢材库存处于较高水平。价格方面，受上述供需关系影响，钢材价格整体呈波动下行态势，螺纹钢（HRB400）

价格由年初的 4,444 元/吨降至 3 月 30 日的 3,807 元/吨，降幅达到 14.33%。

图 7：2017 年以来我国部分钢材品种价格走势



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

总体来看，2017 年钢材市场供需矛盾有所缓解，钢材价格大幅上涨。2018 年以来，受基建增速下降预期影响，钢材需求难以保持上年较高的增长态势，同时受吨钢毛利较高驱动，企业的生产动力较强，在供需调节作用下，短期内钢铁行业需要关注钢材价格下行压力。

业务运营

公司目前业务主要包括有色金属、黑色金属、地产建安、金融和其他业务五大板块，2017年共实现主营业务收入2,268.68亿元，同比增加16.30%。分业务板块来看，有色金属业务受益于铜、锌、铅等主要产品价格的上涨，当年板块收入规模为1,139.60亿元，同比增长19.23%；黑色金属业务方面，钢材行业有所好转，当年板块收入规模为740.83亿元，同比增加22.64%；2017年公司地产建安板块收入减少至239.82亿元，同比减少9.97%；2017年金融业务实现收入117.75亿元，同比增加12.52%；2017年其他业务收入30.69亿元，同比增加54.57%，主要系新能源汽车电池材料业务规模有所增加。

表 1：2016~2017 年公司各业务板块收入及占比情况

单位：亿元、%

业务板块	2016		2017	
	收入	占比	收入	占比
有色金属	955.80	49.00	1,139.60	50.23
黑色金属	604.06	30.97	740.83	32.65
地产建安	266.39	13.66	239.82	10.57
金融	104.64	5.36	117.75	5.19
其他	19.85	1.02	30.69	1.35
合计	**1,950.74**	**100.00**	**2,268.68**	**100.00**

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年，铜、铅、锌等主要有色金属价格上涨明显，加之公司铜精矿生产规模增长较快，有色金属板块业务规模和盈利能力均有所提升

有色金属业务是公司收入和利润的重要来源，公司主要经营品种包括铜、钨、铅锌、稀土、锡、锑、镍、铝等商品，业务涉及矿山资源开发、生产加工及商品贸易一体化业务环节等。在有色金属业务产业链的上游，公司主要采取矿山资源内部供应及外部采购（包括长协）相结合的方式，来获得原材料供应；公司主营的铜、锌、铅、钨、铝等商品主要面向境内外冶炼厂和贸易商销售。

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，2017年以来国内经济持续温和复苏，加之供给侧改革利好，铜、锌、铅系等主要产品的价格上涨，带动公司有色金属业务收入增长。2017年公司有色金属业务规模为1,139.60亿元，同比增长19.23%；占当年总收入的比重为50.23%，同比提高1.23个百分点。

矿产资源开发方面，公司铜、铝有部分海外长期协议供应；铅、锌具备较稳定的矿山资源及国内外长期供应商；钨已形成从采矿到后端加工完整的产业链，超过80%的钨精矿均用于自身生产加工。截至2017年末，公司有色金属主要资源储量如下表所示。公司为国内最大的锌资源拥有者，在铜铝外的有色金属资源储备处于国内领先的地位，而在钨、锑、稀土、铋、铅等资源储量处于绝对领先地位，丰富的资源储量为公司有色金属业务提供了良好的基础。

表 2：截至 2017 年末公司主要有色金属资源储量（含海外）

资源品种	资源总量	可采储量
铜（万吨）	2,117.96	1,141.53
铅（万吨）	268.23	100.58
锌（万吨）	1,249.42	455.05
钨（万吨）	165.16	73.72
白银（吨）	12,641.86	6,032.33
黄金（吨）	420.85	145.56

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产加工方面，公司主要参与部分上游矿山资源（矿砂、精矿、精粉等）的生产和下游产品（金属型材、硬质合金等）的加工，其中公司在钨、锌、铅、铜资源领域具备较强的下游产品加工能力。2017年，有色金属下游需求回暖，当年公司位于秘鲁的Las Bambas铜矿全部投产，达产后铜精矿年产能为40万吨，同期铜精矿产量创历史新高，同比增加33.27%。整体看，公司有色金属主要产品合计生产规模较上年有所增长，产能释放情况尚可。

表 3：2017 年公司主要有色金属产品生产情况

单位：万吨/年、万吨

产品类别	主要产区	产能	产量
阴极铜	MMG、五矿铜业	24.00	22.40
铜矿砂及精矿	MMG、水口山、香炉山	40.70	45.80
铝材	华北铝	11.00	9.60
铅锭	水口山、株冶	18.20	16.20
铅矿砂及精矿	MMG、水口山、黄沙坪	6.40	5.20
锌锭	水口山、株冶、湖南闪星锑业	28.00	15.30
锌合金	水口山、株冶	37.70	31.60
锌矿砂及精矿	MMG、水口山、黄沙坪	15.10	12.60
钨矿砂及精矿	香炉山、柿竹园、远景钨、瑶岗仙、新田岭	1.50	1.60
仲钨酸铵	香炉山、柿竹园、株硬、自硬	2.20	1.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

商品销售方面，内贸业务的快速发展是拉动公司有色金属贸易量上涨的主要因素，经过多年经营，公司维系了较密切的客户关系，整体运营情况稳定。其中铜金属业务方面，公司与波兰铜业公司保持长期密切合作，目前公司已成为中国最大的电解铜进口商；钨金属业务方面，公司销售实行统一对外报价，产业链上下游及内外贸环节配合协调；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。2017年，公司主要有色金属产品销售情况如下表所示，整体铜产品发货量较上年有较大增长，同期受公司一个铅锌老矿闭坑等因素影响，其他金属发货量在正常波动范围内出现小幅减少。

表 4：公司主要有色产品销售情况

单位：亿元、万吨

产品类别	2016		2017	
	销售额	发货量	销售额	发货量
阴极铜	254.45	77.93	370.50	87.90
铜矿砂及精矿	181.14	104.50	313.00	134.90
铝材	16.03	10.45	17.50	10.30
铅锭	20.66	16.98	26.60	17.30
铅矿砂及精矿	12.61	8.91	9.90	7.60
锌锭	107.19	76.07	91.70	45.80
锌合金	50.70	34.96	65.70	31.60
锌矿砂及精矿	17.12	21.45	14.80	11.70
钨矿砂及精矿	26.03	4.78	29.40	4.60
仲钨酸铵	23.29	3.07	32.80	2.90

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年，铜、铅、锌等主要有色金属价格均获较大幅度的上涨，受此影响，公司有色金属业务毛利率有所提升，从2016年的7.86%上升到2017年的14.24%，盈利能力明显好转。总体看，未来一定时期内有色金属价格将保持震荡波动的态势，相关企业面临一定经营风险，但考虑到公司有色金属业务经营品种较多，降低了受单一金属价格波动影响的风险，同时公司资源储备较为丰富，为其未来长期发展奠定了扎实的基础。

2017年，公司黑色矿业业务运营情况较为稳定；黑色流通业务方面，随着钢材行情的回暖公司加大钢材贸易规模，该板块业务收入有所增加

公司黑色金属业务可分为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、冶炼和销售，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。

黑色矿业业务方面，公司拥有国内最大的两个单体独立铁矿山——邯邢矿业和鲁中矿业。截至2017年末，公司合计拥有铁矿石资源总量19.80亿吨（可采储量8,818万吨）、硫铁矿资源总量1.50亿吨（可采储量139万吨）、煤炭资源总量1.13亿吨、锰

矿石资源总量0.12亿吨（可采储量136万吨）和铬矿石资源总量2.50亿吨。黑色矿业生产方面，邯邢矿业为国内最大的国有独资大型黑色冶金矿山，系我国重要的钢铁工业原料生产基地，目前具有铁精矿490万吨/年的生产能力；鲁中矿业铁矿资源丰富，含铁品位在45.5%以上，矿石可选性好，是我国少有的富铁矿，其生产的铁精矿含硫、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，目前具有铁精矿227万吨/年的生产能力。2017年，公司铁精矿生产量和销售量分别为709.00万吨和723.70万吨，同比基本持平。

表 5：公司主要黑色矿业产品（铁精矿）产销情况

单位：万吨、亿元

	类别	2016	2017
邯邢矿业	产能	490.00	490.00
	产量	486.50	481.80
	销量	487.62	502.20
	销售额	24.02	29.50
鲁中矿业	产能	208.50	227.20
	产量	208.50	227.20
	销量	253.90	221.50
	销售额	12.02	13.60
合计	产量	695.00	709.00
	销量	741.52	723.70
	销售额	36.04	43.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

黑色流通业务方面，公司目前为国内最大的钢铁产品流通服务商之一，且从单纯的钢材进出口贸易扩展为原料供应、生产加工、剪切配送、仓储物流等，可为客户提供一站式供应链管理服务。对于钢铁贸易，公司销售网络遍布东北、西北、华北、华东、中南、西南等六大区域，并在各区域的重点城市设立分销中心和加工中心；对于冶金原材料贸易，公司已建立集资源开发、加工生产、贸易物流于一体的产业链，主要业务为向钢铁生产企业集成提供铁矿石、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。2017年，公司主要黑色流通产品购销情况如下表所示，其中钢材（坯）销售量为1,022.60万吨，同比减少11.47%；铁矿石销售量为5,681.7万吨，同比大幅增加109.39%；煤炭销量为1,508.9万吨，同比减少17.18%。

表 6：公司主要黑色流通产品购销情况

单位：亿元、万吨

产品类别	2016		2017	
	销售额	销售量	销售额	销售量
钢材（坯）	263.20	1,022.60	342.50	917.40
铁矿石	101.90	2,713.50	280.40	5,681.70
煤炭	94.30	1,821.90	112.30	1,508.90
焦炭	10.30	122.80	11.60	72.40
铁合金	84.40	148.90	91.00	124.20
铬矿砂	24.30	249.10	34.70	222.80
锰矿砂	13.40	120.40	39.30	205.30
合计	591.80	6,199.20	911.80	8,732.70
产品类别	2016		2017	
	采购额	采购量	采购额	采购量
钢材（坯）	265.00	1,071.50	490.10	1,186.80
铁矿石	96.70	2,623.80	202.00	4,168.30
煤炭	94.70	1,847.80	41.70	601.80
焦炭	10.80	137.10	12.00	65.70
铁合金	75.10	142.00	83.70	101.50
铬矿砂	27.60	262.20	30.90	207.60
锰矿砂	11.70	131.50	24.20	137.50
合计	581.60	6,215.90	884.60	6,469.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

黑色金属业务作为公司主要收入来源之一，系公司传统优势业务，其中黑色矿业业务运营情况较为稳定，黑色流通业务盈利水平较低，毛利率维持在2~5%之间，整体业务规模随着相关产品市场行业增减变动。2017年，公司黑色金属业务收入为740.83亿元，同比增加22.64%。

2017年，受房地产调控等诸多因素影响，地产建安业务规模略有下降；公司金融业务收入则增长较快

地产建安业务方面，公司为国资委划定的 16 家地产主业央企之一，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。在房地产开发业务领域，公司目前已在北京、天津、南京、长沙、沈阳等大中城市开发多个项目、总建筑面积超过 1,000 万平方米；在工业地产业务领域，公司积极参与辽宁省“五点一线”沿海经济带开发，独立开发占地面积 30.4 平方公里的五矿（营口）产业园；在建筑安装业务领域，公司下属五矿二十三

冶建设集团公司系国内领先的矿业建设企业，具有国家冶炼工程施工总承包特级和矿山工程施工总承包一级资质，获国家对外援助成套项目施工任务A级企业资格。2017年，公司房地产业务新开工面积约130.10万平方米，施工面积约376.20万平方米，全年签约面积达99.30万平方米；截至2017年末，公司土地储备面积为591.60万平方米。当年，受房地产调控等诸多因素影响，全年地产建安业务实现营业收入239.82亿元，同比减少9.97%。

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，公司下属子公司五矿资本股份有限公司（以下简称"五矿资本"）A股上市实现了资本补充，金融业务经营规模逐渐增加，使得当年金融业务实现营业收入117.75亿元，同比上升12.52%。

公司其他业务主要为科研业务，科研业务是公司为加快建设科技创新型企业、强化科技支撑能力而着力培育的新型业务，主要围绕集团核心主业开展科技研发，提供地勘、采选、冶炼、材料和深加工等技术支持，以提高金属矿产开发技术与装备的自主创新能力，缓解制约矿产资源供应的技术瓶颈，增强整体技术水平与核心竞争力。2017年，主要由于以新能源汽车电池材料为主的新能源业务规模增长较快，公司其他业务收入为30.69亿元，同比增长54.57%。

总体看，公司有色金属业务和黑色金属业务基本形成"资源开发－生产加工－贸易物流"的产业链，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。2017年，钢铁、铜、锌、铅系等金属产品的价格上涨，下游需求改善，公司整体业务企稳，盈利状况得到改善。

财务分析

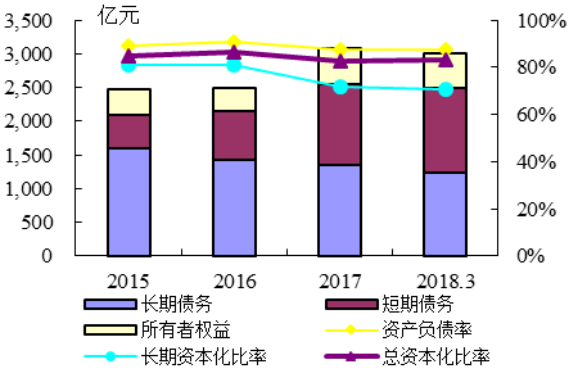
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年度审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，所有财务数据均为合并口径。

资本结构

2017年，公司整体业务情况有所好转，当年经营扭亏为盈，同时主要因下属子公司五矿资本引入外部战略投资者增资使得股东权益整体增至533.67亿元，自有资本实力有所增强。截至2017年末，公司资产总额4,295.94亿元，负债总额3,762.27亿元，分别较上年末增长18.69%和14.64%；所有者权益增至533.67亿元，增幅为58.00%。截至2018年一季度末，公司资产总额和负债总额分别为4,223.66亿元和3,711.02亿元；所有者权益为512.64亿元，减少部分为少数股东权益，主要系下属企业有一部分优先股股东对到期的优先股赎回所致。

财务杠杆方面，截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为87.58%和82.71%，分别较上年末下降3.09个百分点和3.73个百分点。公司经营好转，加之净资产规模增加，资产负债率水平小幅下降，但财务杠杆依然处于较高水平。截至2018年一季度末，公司资产负债率和总资本化比率分别为87.86%和83.00%。

图8：截至2015~2017年末及2018年一季度末公司资本结构分析



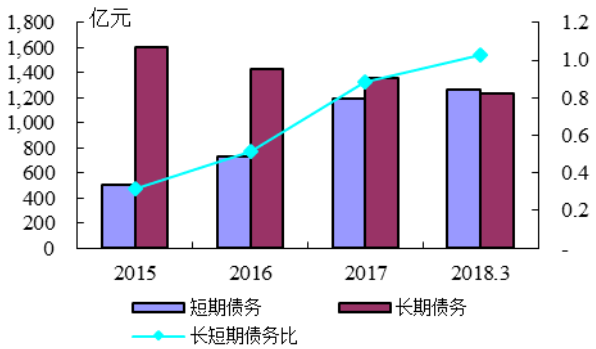
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司2017年末流动资产在总资产中的比重为47.14%，流动资产规模为2,025.27亿元，主要由货币资金、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产构成，年末上述资产分别为497.02亿元、157.95亿元、569.16亿元和187.08亿元，合计在流动资产中占比为69.68%。公司货币资金主要为银行存款，流动性良好；五矿股份作为中国五矿集团有限公司有色金属业务等板块的管理平台，承担一定的融资职能，其他应收款

主要系对下属企业的委托贷款，并收取一定的资金成本；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，其中有色金属及黑色金属受宏观经济影响价格波动较为明显，2017 年公司当期存货跌价准备变动金额为 0.60 亿元，期末存货跌价准备余额为 56.75 亿元，公司面临一定的存货跌价风险；一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的应收融资租赁款。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（291.51 亿元）、长期股权投资（92.60 亿元）、固定资产（844.82 亿元）和无形资产（217.82 亿元）构成。公司可供出售金融资产包括可供出售债务工具（88.46 亿元）、可供出售权益工具（58.78 亿元）和其他（144.26 亿元）；长期股权投资主要包括对合营企业投资（28.70 亿元）和对联营企业投资（70.17 亿元）。公司固定资产、在建工程及无形资产主要为国内外矿产资源和矿区建设成本。

从债务及其期限结构来看，2017 年末公司长期债务包括长期借款（944.15 亿元）和应付债券（413.01 亿元），合计规模 1,357.16 亿元；短期债务主要包括短期借款（883.95 亿元）和一年内到期的非流动负债（297.93 亿元）。截至 2017 年末，公司部分长期借款将于一年内到期，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 0.32 倍增至 0.88 倍。截至 2018 年一季度末，公司长期债务和短期债务分别为 1,236.25 亿元和 1,266.77 亿元，长短期债务比为 1.02 倍。总体看，近年来公司短期债务的增长速度较快，但债务期限结构仍保持在较为合理水平。

图 9：截至 2015~2017 年末及 2018 年一季度末公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产负债率和总资本化比率高企，但公司现有货币资金较为宽裕，债务期限结构保持在较为合理的水平，2017 年下属公司通过定向增发，自有资本实力进一步增强。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

2017 年以来国内经济持续温和复苏，加之供给侧改革利好，钢铁、铜、锌、铅系等金属产品的价格上涨，下游需求改善，带动公司整体业务企稳。2017 年公司共实现主营业务收入 2,268.68 亿元，同比增加 16.30%；当年毛利率为 12.26%，同比提升 3.23 个百分点。2018 年一季度公司实现营业收入 436.38 亿元，当期毛利率为 14.86%，盈利状况有所改善。

分业务板块来看，有色金属业务和黑色金属业务是公司主要的收入和利润来源。2017 年，公司有色金属业务收入为 1,139.60 亿元，占营业总收入的比重为 50.23%，受益于当年铜、铅、锌等主要有色金属价格不同程度的上涨，公司该板块业务毛利率从 2016 年的 7.86%上升到 14.24%。黑色金属业务系公司传统优势业务，2017 年钢材价格有所上涨，当年营业收入上升至 740.83 亿元，同比增加 22.64%，业务占比由上年的 30.97%升至 32.65%；盈利方面，公司黑色金属业务主要为钢材贸易，获利空间有限，2017 年钢材价格普涨使得相关业务毛利率从上年的 4.96%增至 5.22%。2017 年公司地产建安业务收入受调控等诸多因素的影响同比下降 9.97%，全年实现收入 239.82 亿元，毛利率为 22.55%。2017 年公司金融业务收入为 117.75 亿元，同比增加 12.53%，主要系金融业务规模增加引起的收入上升。公司其他业务主要为科研业务，科研业务是围绕集团核心主业开展科技研发，提供地勘、采选、冶炼、材料和深加工等技术支持，以提高金属矿产开发技术与装备的自主创新能力，缓解制约矿产资源供应的技术瓶颈，增强整体技术水平与核心竞争力。2017 年科技业务实现收入 30.69 亿元，同比增长 54.61%，主要系以新能源汽车电池材料为

主的新能源业务规模增长较快。

表 7：2017~2018.Q1 公司各业务板块收入及毛利分析

单位：亿元、%

业务板块	2017		2018.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属	1,139.60	14.24	219.65	50.33
黑色金属	740.83	5.22	144.33	5.36
地产建设	239.82	22.55	39.65	28.01
金融	117.75	5,19	23.44	42.55
其他	30.69	17.34	9.31	13.97
合计	2,268.60	12.96	436.38	15.08

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司三费合计 176.47 亿元，同比减少 4.42%，占营业收入的比重降至 7.78%。公司 2017 年在整体业务规模增加的情况下，销售费用和管理费用均有所上升，财务费用同比有所下降，因大部分费用支出刚性较强，公司仍保持较高规模的期间费用。总体看，受收入上升影响，公司三费收入占比有所下降，但费用控制仍需增强。

表 8：2015~2017 年及 2018 年一季度公司期间费用情况

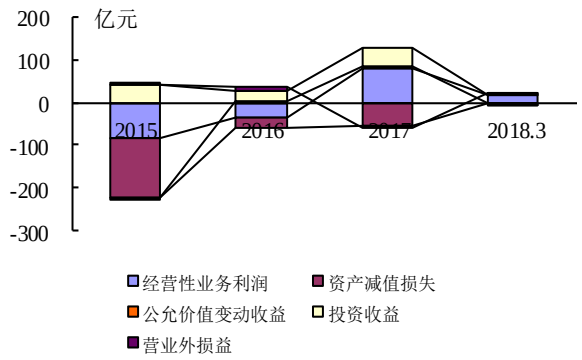
单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	29.44	23.04	25.21	5.56
管理费用	88.16	79.19	80.23	16.79
财务费用	87.45	82.39	71.04	21.00
三费合计	205.05	184.63	176.47	43.35
营业总收入	1,975.99	1,950.74	2,268.68	436.38
三费收入占比	10.38%	9.46%	7.78%	9.93%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017 年公司利润总额为 74.75 亿元，较上年增加 96.29 亿元，主要包括经营性业务利润和投资收益。2017 年，得益于毛利水平的提升和期间费用的减少，公司经营性业务利润由上年的-36.49 亿元扭亏为盈至 82.67 亿元；同期投资收益为 46.52 亿元，主要为公司长期股权投资收益和可供出售金融资产投资收益，对其经营提供较大助益。此外，公司当期确认了 55.63 亿元的资产减值损失，主要为应收账款、存货和固定资产计提的资产减值损失（准备）。2018 年一季度公司利润总额为 17.45 亿元，其中经营性业务利润为 16.46 亿元。

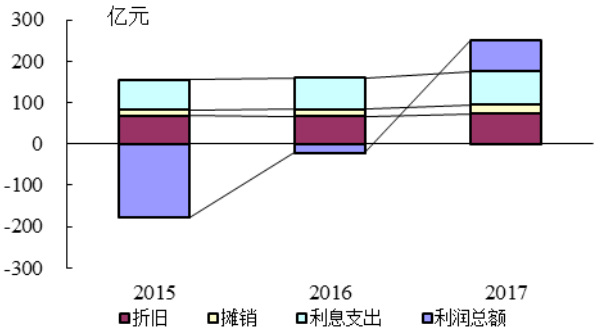
图 10：2015~2017 年及 2018 年一季度公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出、摊销及折旧构成。受 2017 年经营业绩提升的影响，公司 EBITDA 大幅上升至 249.97 亿元，整体规模较为可观。

图 11：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体上看，2017 年公司整体业务企稳，同时受益于主要金属品种价格的回升，公司盈利状况有所改善。

偿债能力

2017 年末，公司总债务为 2,552.37 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 1,195.21 亿元和 1,357.16 亿元。2017 年公司经营好转后，当年 EBITDA 对债务本息的保障程度较强，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 10.21 倍和 2.68 倍。现金流方面，2017 年经营性净现金流为 116.36 亿元，同比减少 56.54%，2016 年主要系公司关联方偿还公司款项 89.58 亿元致当期经营性净现金流同比大幅增加。经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息倍数分别为 0.05 倍和 1.25 倍，均较上年有所下降。2017 年公司经营性净现金流对债务本息的保障程度有所降低。

表 9：2015~2017 年及 2018 年一季度末公司偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
长期债务（亿元）	1,598.11	1,423.94	1,357.16	1,236.25
总债务（亿元）	2,102.71	2,152.21	2,552.37	2,503.02
经营活动净现金流（亿元）	190.57	267.76	116.36	-4.07
EBITDA（亿元）	-24.58	138.79	249.97	-
总债务/EBITDA（X）	-85.56	15.51	10.21	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.09	0.12	0.05	-0.01
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.08	2.93	1.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.22	1.41	2.68	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

注：2018 年一季度经营活动净现金/总债务经过年化处理

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 2018 年 3 月末，公司商业银行综合授信额度为 2,533 亿元，其中可使用的授信余额为 1,148 亿元，备用流动性充足，可为未来公司发展和资金需求提供良好支持。

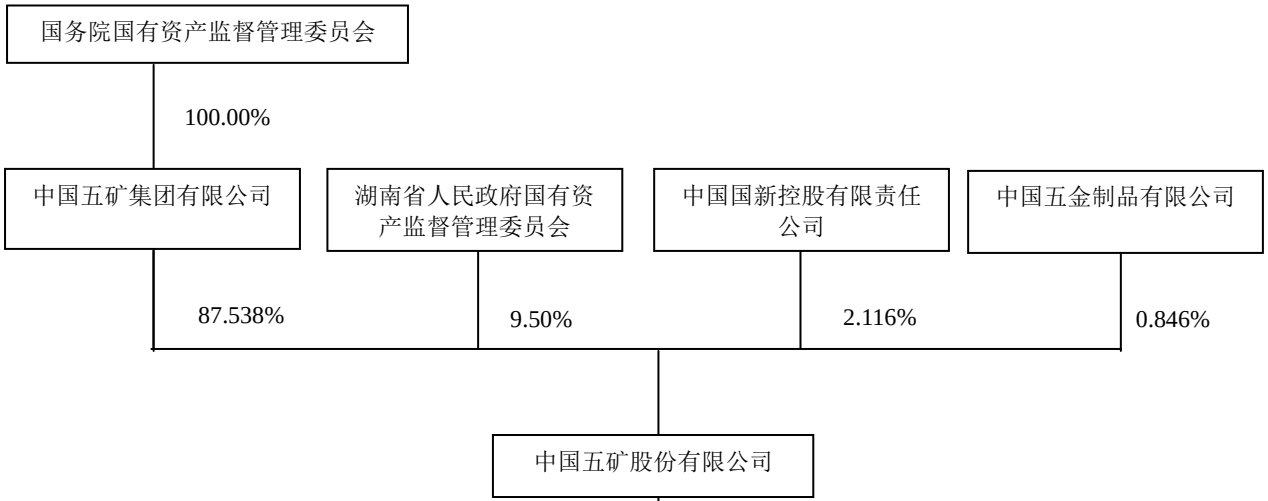
或有事项方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保金额为 27.68 亿元。湖南华菱钢铁集团有限公司于 2009 年 2 月 17 日发行 30 亿元 10 年期企业债，公司下属企业湖南有色金属控股集团有限公司为其提供担保，截至 2017 年末，所担保事项债券本息兑付正常，债券余额为 27.68 亿元。

2017 年，公司整体负债水平和杠杆比率仍然高企，但公司债务期限结构较为合理，经营性现金流状况良好，短期偿债风险可控。2017 年，公司整体业务企稳，经营扭亏为盈，同时考虑到公司资源储备丰富，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仍将保持，公司仍具备一定的发展前景。

结　论

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（第一期）”信用等级为 **AAA**，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**。

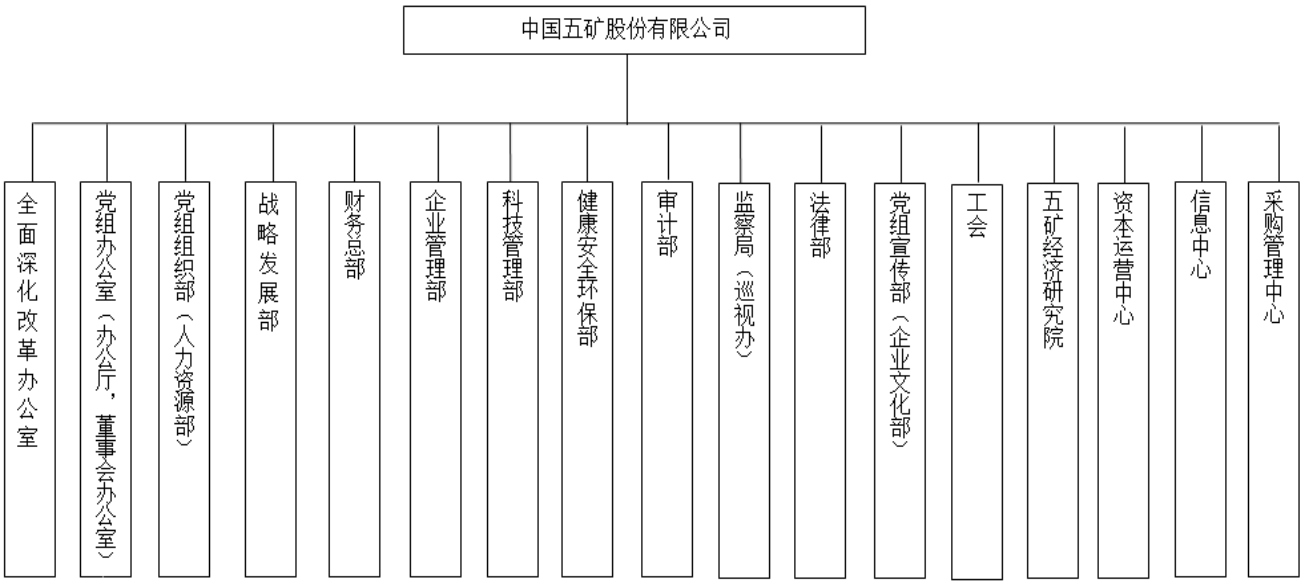
附一：中国五矿股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



二级子公司名称	持股比例（%）
五矿勘查开发有限公司	100.00
五矿邯邢矿业有限公司	100.00
五矿发展有限公司	62.56
鲁中矿业有限公司	100.00
长沙矿冶研究院有限责任公司	100.00
五矿有色金属控股有限公司	100.00
五矿集团财务有限责任公司	92.50
五矿资本股份邮箱公司	47.07
欧亚运输贸易有限公司	100.00
五矿矿业控股有限公司	100.00
五矿地产控股有限公司	100.00
中国五矿香港控股有限公司	100.00
五矿鑫扬（浙江）投资管理有限公司	70.00
五矿恒信投资管理（北京）有限公司	88.00
湖南长远锂科有限公司	40.00

资料来源：公司提供

附二：中国五矿股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	4,348,159.29	4,708,265.46	4,970,218.01	3,885,235.09
应收账款净额	1,429,347.63	1,346,963.61	1,253,969.21	1,370,523.76
存货净额	5,935,143.18	5,610,714.60	4,970,218.01	6,396,709.63
流动资产	16,665,079.56	17,478,411.77	20,252,686.78	19,681,415.82
长期投资	2,352,105.79	2,548,446.39	3,841,033.97	3,922,245.16
固定资产（合计）	3,509,047.06	9,008,153.60	9,834,396.99	9,443,693.67
总资产	34,598,688.07	36,194,486.47	42,959,380.74	42,236,585.68
短期债务	5,046,041.05	7,282,713.34	11,952,088.58	12,667,715.56
长期债务	15,981,069.21	14,239,420.33	13,571,587.86	12,362,517.88
总债务	21,027,110.26	21,522,133.68	25,523,676.44	25,030,233.44
总负债	30,894,445.82	32,816,920.17	37,622,726.60	37,110,207.02
所有者权益（含少数股东权益）	3,704,242.25	3,377,566.30	5,336,654.14	5,126,378.67
营业总收入	19,759,912.60	19,507,360.16	22,686,820.04	4,363,779.01
三费前利润	1,225,720.06	1,481,394.35	2,591,486.76	598,140.94
投资收益	421,994.61	239,350.04	464,222.61	37,200.90
净利润	-1,786,626.33	-400,728.99	329,025.01	-
EBITDA	-245,760.56	1,387,863.18	2,499,658.36	174,459.98
经营活动产生现金净流量	1,905,716.25	2,677,637.41	1,163,638.69	-40,699.51
投资活动产生现金净流量	-2,544,356.64	-1,088,131.62	-982,518.60	-491,202.86
筹资活动产生现金净流量	1,678,048.24	-1,336,862.63	218,570.41	-441,340.92
现金及现金等价物净增加额	1,045,197.06	426,110.42	237,117.75	-1,035,968.15
财务指标	**2015**	**2016**	**2017**	**2018.Q1**
营业毛利率（%）	7.55	9.04	12.26	14.86
所有者权收益率（%）	-48.23	-11.86	6.17	7.69
EBITDA/营业总收入（%）	-1.24	7.11	11.02	-
速动比率（X）	1.36	1.11	0.71	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.12	0.05	-0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.38	0.37	0.10	-0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	2.08	2.93	1.25	-
总债务/EBITDA（X）	-85.56	15.51	10.21	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.22	1.41	2.68	-
资产负债率（%）	89.29	90.67	87.58	87.86
总资本化比率（%）	85.02	86.44	82.71	83.00
长期资本化比率（%）	81.18	80.83	71.78	70.69

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018年一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理。

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+衍生金融负债+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

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

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。