

中国五矿股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

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

2022 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。
- 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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 [2022]跟踪 1830 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

二零二二年六月二十八日

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、经营性业务利润大幅提升、经营获现能力向好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、大额的资产减值损失对利润形成较大侵蚀以及财务杠杆处于高位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）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	4,366.55	4,376.04	4,608.02
所有者权益合计（亿元）	493.28	703.27	717.73
总负债（亿元）	3,873.27	3,672.77	3,890.28
总债务（亿元）	2,427.01	2,224.51	2,221.51
营业总收入（亿元）	2,532.86	2,853.86	3,356.03
净利润（亿元）	0.19	21.55	-6.74
EBIT（亿元）	129.29	143.21	159.37
EBITDA（亿元）	225.77	242.76	251.13
经营活动净现金流（亿元）	256.03	176.21	298.53
营业毛利率(%)	9.31	8.38	11.29
总资产收益率(%)	2.98	3.28	3.55
资产负债率(%)	88.70	83.93	84.42
总资本化比率(%)	83.11	75.98	75.58
总债务/EBITDA(X)	10.75	9.16	8.85
EBITDA 利息倍数(X)	2.09	2.57	2.47

注：中诚信国际根据 2019~2021 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。

■ **经营性业务利润大幅提升，经营获现能力向好。**受益于有色和黑色板块量价齐升及新能源板块景气度提升等，2021 年公司经营性利润水平大幅提升，带动经营获现能力向好。

■ **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。

■ **大额资产减值损失对利润形成较大侵蚀。**2021 年公司计提大额资产减值损失，对利润总额形成较大侵蚀。

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

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。

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	2021/06/28	20.00	20.00	2015/09/21~2025/09/21	--
15 五矿 03	AAA	AAA	2021/06/28	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	2021/06/28	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。

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 2022 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:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下

PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽

快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

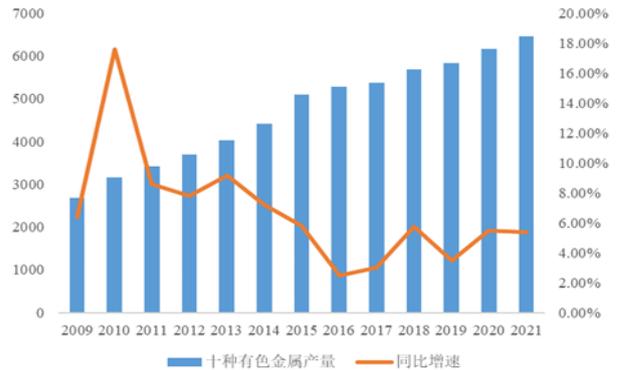
近期关注

2021年以来随着经济复苏进程加快，有色金属价格大幅上涨；在能源价格上涨以及全球高通胀预期的影响下，价格或将持续高位运行，有色金属上游企业将维持一定的盈利空间

2021年随着疫情的逐步缓解全球经济复苏进程加快，供需两端及物流运输等有序恢复。全球经济刺激政策对大宗商品价格的推升影响明显，伴随能源成本的大幅上升以及需求的稳步增长，有色金属价格全年高位运行。

根据国家统计局数据，2021年我国十种有色金属产量6,454万吨，同比增长5.4%，两年平均增长5.1%。其中，精炼铜产量1,049万吨，同比增长7.4%；原铝产量3,850万吨，同比增长4.8%；铅产量736.5万吨，同比增长11.2%；锌产量656.1万吨，同比增长1.7%；氧化铝产量7,748万吨，同比增长5%；铜材产量2,124万吨，同比下降0.9%；铝材产量6,105万吨，同比增长7.8%。总体看，有色金属行业2021年全年产量平稳增长的同时价格持续高位运行，其中铜、铝、锌价格涨幅较大。

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；2021年以来全球铜精矿产量同比小幅增加，光伏、新能源等领域对于铜仍有较大新增需求；2021年以来受流动性宽松等因素影响，国际国内铜价整体呈上升趋势，价格重心大幅上移。

截至2021年末，LME三个月期铜收盘价为9,681.00美元/吨，同比上涨24.86%；2021年LME三个月期铜均价为9,290美元/吨，同比上涨50.34%。尽管全年价格有所振荡，但价格重心仍大幅上行。2022年2月以来，俄乌战争爆发，全球能源危机及通胀抬升压力增加，市场多头情绪高涨，2022年第一季度LME和沪铜三月期铜均价分别为9,962美元/吨和71,479元/吨，分别同比增长17.63%和13.62%。但3月美联储如期启动加息25基点，美元走强及美联储收紧货币对铜价存在一定压制，仍需关注整体价格震荡风险。

图 2：近年来 LME 三个月期铜和沪铜期货价格走势



资料来源：Wind，中诚信国际整理

铅锌方面，2021年受益于在能源价格的上行及欧洲最大的精锌生产商 Nyrstar 宣布减产等影响，锌价上涨趋势明显；但受精铅产能略有过剩影响，铅价整体涨幅有限。

2021年末，LME三月期锌收于3,536.5美元/吨，同比增长28.65%；全年均价为3,008.9美元/吨，同比增长32.20%；同期末，LME三月期铅收于2,290.5美元/吨，同比增长15.19%；全年均价为2,188.4美元/吨，同比增长19.19%。2022年2月以来受俄乌战争影响，能源价格推动大宗商品市场价格上涨，锌价屡创新高。2022年3月末，LME三月期锌收于4,174美元/吨，3月均价为3,969美元/吨，同比上涨41.61%；LME三月期铅收于2,392美元/吨，3月均价为2,353美元/吨，同比上涨19.2%。

图 3：近年来 LME3 月期锌及 SHFE 锌主力合约价格



资料来源：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



资料来源：Choice，中诚信国际整理

整体看，2021年以来有色金属价格整体上涨趋势明显，尽管全年价格有所振荡，但价格重心仍大

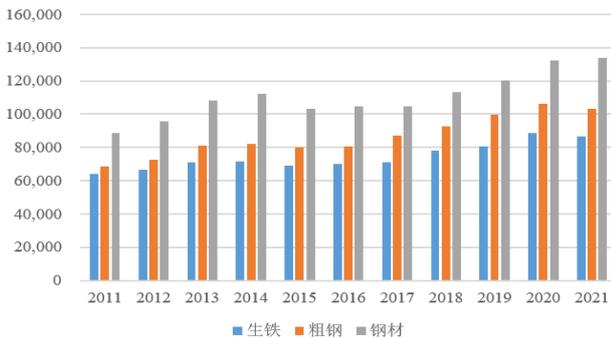
幅上行。但由于矿端供应国多为中低收入国家，疫情控制尚有不不确定性，叠加 2022 年一季度以来新一轮疫情对国内矿企生产以及供应链的不利影响，有色金属短时间内仍将呈现供应偏紧状态；在全球高通胀的长期化以及能源价格高企的影响下，有色金属价格或将继续维持高位，有色金属资源型企业将维持一定的盈利空间。

2021 年以来，钢材价格快速上涨后有所回落，但仍处高位，铁矿石价格则在下半年明显下滑，钢企吨钢利润处于较高水平；2022 年以来供给端依然偏紧，同时下游保有一定需求，但铁矿石等原燃料价格的上涨仍使钢企面临成本压力

2021 年以来，中国钢铁行业继续推进供给侧结构性改革，围绕双碳和绿色制造等目标，多部门要求坚决压降粗钢产量、多地亦下发限产通知。2021 年 4 月，国家发展改革委、工业和信息化部提出组织开展全国范围的粗钢产量压减工作，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；但由于全球经济复苏、国内外对钢材需求旺盛，2021 年上半年国内粗钢产量仍呈不断增长态势；当期全国累计粗钢产量 5.63 亿吨，同比增长 11.80%，创同期历史新高。因此，7 月开始各地出台更为严格的粗钢压减政策，其中，唐山市自 7 月起执行 30%的限产政策，要求 2021 年全市粗钢产量同比压减 1,237 万吨；山东省下发明确通知要求全年粗钢产量不超过 7,650 万吨，江苏、江西、湖北、山西等省份亦要求各钢企保证当年粗钢产量同比不增加。限产政策下，全年生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.69 亿吨、10.33 亿吨和 13.37 亿吨，分别同比下降 4.3%、3.0%和增长 0.6%，近 6 年来首次实现粗钢产量的压降。中诚信国际认为，2021 年内的各项压产举措较为有效地抑制了粗钢产量增长，有助于化解行业内过剩产能以及维持钢材利润空间。2022 年 1~2 月，国内进入钢材需求传统淡季，叠加冬季限产、冬奥会和疫情等因素，钢铁企业产能释放受到一定限制，生铁、粗钢及钢

材产量分别同比减少 10.8%、10.0%及 6.0%。

图 5：2011~2021 年我国钢铁产量情况（万吨）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

需求方面，2021 年全年完成固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.9%，但累计增速逐月下滑。其中，在专项债发行进度后置、地方隐性债务风险防范化解等多因素作用下，基础设施投资增速低于预期；房地产行业受融资政策和渠道收紧，以及销售回笼资金难度增加的影响，拿地扩张速度整体降低，房屋新开工面积持续走弱，下行趋势明显；在出口高增长的拉动下制造业投资增速维持高位，支撑固定资产投资整体增速，工程机械主要产品销量保持增长，汽车产销量止跌回升，当年产量同比增长 3.4%，家用冷柜、空调和洗衣机产量同比均有不同幅度的增长。2022 年 3 月，国务院总理在十三届全国人大五次会议政府工作报告中指出，“2022 年国内生产总值（GDP）预期增长 5.5% 左右”，在“稳增长”政策推动下，预计全年地产及基建投资将迎来边际改善。

钢材出口方面，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 年以来海外较为旺盛的需求和大宗商品价格的上涨仍刺激钢材出口，2021 年我国累计出口钢材 6,689.5 万吨，同

比增长 24.6%，钢材出口量在连续五年下降后再次出现回升；钢材出口均价 1,223.91 美元/吨，同比上涨 44.47%。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。

价格方面，2021 年以来，受补库存需求拉动、“碳中和”目标以及 3 月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，5 月中旬钢材价格指数已升至 174.81 点，相关产品价格亦快速上涨。2021 年 6 月，中国钢材价格指数及各类产品价格有所回落，但随着基建开工旺季的到来，加之在能耗双控政策影响下，部分钢厂减产，第三季度以来各品种价格均呈震荡上涨态势，四季度以来地产行业低迷、部分工地季节性停工等影响钢材需求，钢材价格指数再度回落，但仍处高位，年内钢材价格总体呈“M”形走势。受益于国家“稳增长”政策发力、市场预期增强，叠加大宗商品价格普涨等因素，2022 年以来钢材价格波动上升；截至 4 月 8 日，钢材价格综合指数由年初的 131.80 点升至 142.51 点，与上年同期基本持平。

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

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%。

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%。

原燃料供给方面，2021年以来海外疫情依然较为严峻，同时受制于天气、矿山检修等多种因素制约，澳大利亚、巴西等主要铁矿石出口国均受到不同程度影响，加之全球需求处于高位，上半年普氏指数快速上升，部分铁精粉价格一度超过1,600.00元/吨；但由于三季度以来钢铁企业限产影响需求，铁矿石价格大幅下滑，2022年1月4日，62%铁品位的普氏铁矿石价格指数回落至122.90美元/干吨。但受资本炒作等影响，铁矿石价格再度回升，2022年4月重回154美元/吨的历史高位；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，但中诚信国际仍将对进口铁矿石价格的波动保持关注。受煤炭消费旺盛影响，市场供需偏紧，2021年三季度以来炼焦煤市场价格明显上涨，9月30日山西主焦煤和一级冶金焦平均价格分别同比分别上涨191.80%和116.01%；2021年10月27日，国家发改委价格司召开会议专题研究对煤炭价格实施干预的具体措施，11月以来焦煤价格快速回落。同期焦炭价格呈相似变化趋势，随着保供稳价政策落地，2021年11月起焦炭价格持续开启8轮降价。

图7：近年来国内外铁精粉价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

整体来看，2021年以来，钢材价格快速上涨，同时铁矿石价格升高后回落，吨钢利润骤增；随着全国钢铁企业压产政策成效显现，全年粗钢产量压减目标达成，叠加铁矿石等原燃料价格涨势放缓，吨钢利润仍维持在较高水平。当年中国钢铁工业重点大中型钢铁企业实现销售收入6.93万亿元，利润总额3,524亿元，分别同比增长32.7%和59.7%，创

历史新高。中诚信国际认为，控制钢铁产量依然是现阶段我国钢铁业实现“碳达峰”最主要的手段，预计2022年国内粗钢产量还将被严格管控，同时下游需求将维持一定水平，钢铁企业仍可保持一定利润空间；但2022年以来铁矿石价格高位震荡，需关注原燃料成本上升带来的影响。

公司产权结构稳定，治理情况良好

截至2021年末，公司控股股东为中国五矿集团有限公司（以下简称“五矿集团”），持股比例为88.39%，实际控制人为国务院国资委，产权结构较上年未发生变化。五矿集团作为公司控股股东，跟踪期内各项经营和财务情况正常且管理人员无变更，资信状况良好。作为集团的核心子公司，五矿集团对公司实施精细化且专业化的治理模式。

海外方面，2021年Las Bambas铜精矿产量同比小幅下降，后续仍需关注社区矛盾可能带来的影响；国内方面，中钨高新产能全面释放使产品产销量增长较快，稀土板块完成资产重组

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，为公司可持续发展提供了有力支撑。

表1：截至2021年末公司有色金属资源储量（金属量）

资源品种	资源总量
铜（万吨）	1,663.46
铅（万吨）	208.30
锌（万吨）	1,196.75
白银（吨）	11,089.61
黄金（吨）	321.48
铁矿石（百万吨）	2,009.92
海外资源（长期协议）	
铜精矿（智利）（万吨）	4.5
氧化铝（澳大利亚）（万吨）	232.00
电解铜（波兰、智利等）（万吨）	12.43
铁矿石（澳大利亚）（万吨）	526.00
锌精矿（秘鲁，澳大利亚，新加坡）（万吨）	19.00

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”或“MMG”，股票代码：01208.hk）运营³。截至 2022 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 2021 年末，其拥有的矿产资源量为 1,300 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；2021 年受矿石品位下降及 12 月社区堵路停产影响，其铜精矿含铜产量同比小幅下降 7% 至 29.01 万吨；2022 年一季度，矿石磨选处理量上升以及回收率提高使得当期其铜精矿含铜产量同比增长 7% 至 6.90 万吨。但 2022 年以来秘鲁时局持续动荡，4 月 Fuerabamba 社区成员进入 Las Bambas 矿区现场进行抗议活动，秘鲁政府数次会议解决社区问题未能达成协议，自 4 月 20 日起 Las Bambas 铜矿的生产暂停。秘鲁政府于 4 月 27 日宣布 Challhuahuacho 及 Coyllurqi 地区进入紧急状态。目前 Las Bambas 已于 6 月 11 日复产，当地社区矛盾的升级未来或对 Las Bambas 生产运营持续限制，中诚信国际将对该矿山后续运营情况持续关注。

此外，公司下属 Kinsevere 是一座露天铜矿，其最终产品为阴极铜；由于矿石品位下降及氧化矿资源枯竭 2020 年三季度末采矿活动暂停，且选冶厂冶炼完全依赖中低品位的矿石库存及第三方矿石，2021 年阴极铜产量下降 50.00% 至 4.80 万吨；2022 年一季度阴极铜产量同比下降 21% 至 0.98 万吨。Kinsevere 扩建项目已于 2022 年 4 月获批开发，矿山寿命延长至 2035 年，未来将开采及处理硫化矿以及钴储量。中诚信国际将对其资源开发进展及可

³ 截至 2021 年末，五矿资源总资产为 130.24 亿美元，所有者权益为 39.28 亿美元，资产负债率为 69.84%；2021 年五矿资源营业收入为 42.55 亿美元，归母净利润为 6.67 亿美元，盈利情况大幅好转。

持续情况持续关注。

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。2021 年，矿石品位上升及回收率提高抵消了开采量减少的影响，锌精矿产量小幅提高；2022 年一季度受当地疫情影响采矿量减少且矿石品位下降，锌精矿含锌和铅精矿含铅产量均同比下降。

此外，Rosebery 铅锌矿 2021 年采选量增加以及回收率上升抵消了矿石品位的下降，锌精矿和铅精矿产量同比均有所提高；2022 年一季度与 Dugald River 类似，受到疫情影响致当期其锌精矿和铅精矿产量同比分别减少 39% 和 30%。

表 2：五矿资源各矿山主要产品产量情况（万吨）

	产品	2019	2020	2021	2022.1~3
Las Bambas	铜精矿（含铜）	38.25	31.10	29.01	6.90
Kinsevere	阴极铜	6.79	7.20	4.80	0.98
Dugald River	锌精矿（含锌）	17.01	17.77	18.03	3.79
	铅精矿（含铅）	2.32	2.38	2.04	0.38
Rosebery	锌精矿（含锌）	8.35	6.74	6.95	1.18
	铅精矿（含铅）	2.45	2.33	2.51	0.47

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）⁴；截至 2022 年 3 月末，公司拥有 16 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 2021 年锌及锌合金产量同比增长

⁴ 截至 2021 年末，株冶集团总资产为 57.81 亿元，所有者权益为 8.67 亿元，资产负债率为 85.00%；2021 年株冶集团实现营业收入 164.72 亿元，净利润同比增长 15.31% 至 2.41 亿元。

21.82%至 67.88 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）⁵运营；公司旗下其他钨矿山企业均由其委托管理⁶，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。2021 年得益于产能全面释放、海外及新兴市场客户拓展，中钨高新硬质合金产品产量同比增长 24.60%达到 1.30 万吨，占国内硬质合金产量 27%，位居世界第一；主要优势产品产量增幅均超过 15%。

稀土方面，2021 年 12 月 23 日，中国稀土集团有限公司（以下简称“中国稀土集团”）正式成立，

中国稀土集团是由中国铝业集团有限公司、五矿集团及赣州稀土集团有限公司为实现稀土资源优势互补、稀土产业发展协同、引入两家稀土科技研发型企业组建的大型稀土企业集团；目前公司持有中国稀土集团 20.33%股权。公司原下属企业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”，证券代码：000831）是国内最大的南方离子型稀土分离加工企业之一。2022 年 4 月 29 日，五矿稀土发布《关于控股股东股权无偿划转完成工商变更登记的公告》称，经国务院国资委批准同意，五矿稀土集团 100%股权划转至中国稀土集团的工商变更登记已办理完毕。重组将有利于参与重组各方优化资源配置、产生协同效应，且新公司将获得较高的市场份额及行业地位，竞争力大幅提升。

表 3：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	2021 年末 产能	产量		
			2020	2021	2022.1~3
铜矿砂及精矿（折合金属量）	MMG、水口山	41.50	31.50	33.80	7.88
铅矿砂及精矿（折合金属量）	MMG、水口山	7.00	7.66	7.40	1.50
锌矿砂及精矿（折合金属量）	MMG、水口山	30.40	29.01	29.60	5.90
钨矿砂及精矿	香炉山、柿竹园、远景钨、瑶岗仙、新田岭	2.50	2.43	2.52	0.60
金属材料	主要产区	2021 年末 产能	产量		
			2020	2021	2022.1~3
阴极铜	MMG、五矿铜业	16.80	18.70	16.30	4.10
铝材	华北铝	13.30	11.45	14.40	3.10
铅产品	水口山	16.00	15.20	15.60	3.60
锌产品	株冶集团	67.00	55.70	67.90	16.30
仲钨酸铵	郴州钻石钨、赣北钨业	2.30	1.91	2.10	0.46

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

商品贸易方面，2021 年有色金属贸易经营总量同比小幅上升，同期铜、锌等有色金属价格上涨，共同带动有色金属贸易业务收入整体有所上升。

表 4：近年来公司主要有色金属经营情况（万吨）

商品名称	2019	2020	2021	2022.1~3
铜	274.65	306.99	267.91	44.29
铝	217.47	251.85	256.43	71.52

⁵ 截至 2021 年末，中钨高新总资产为 98.18 亿元，所有者权益为 56.34 亿元，资产负债率为 42.62%；2020 年，中钨高新营业总收入同比增长 21.92%至 120.94 亿元，净利润同比增长 115.88%至 6.39 亿元。

⁶ 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及湖南有色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。

铅	30.50	24.00	24.13	6.37
锌	175.16	157.96	203.92	36.44
锡	0.09	0.17	0.27	0.01
镍	290.64	137.46	144.48	25.32
锑	5.67	4.20	4.01	1.13
钨	5.81	5.72	8.97	1.75
合计	999.99	888.35	910.12	186.83

资料来源：公司提供

2021年，铁精矿产品产量小幅下降，整体黑色商品贸易业务规模同比基本稳定

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⁷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。2021年受政策限产等因素影响使得产能未全部释放，公司铁精矿产量同比有所下降。

表 5：近年来公司黑色矿业主要产品产量（万吨）

主要产品	2019	2020	2021	2022.1~3
铁精矿	647.65	651.66	551.60	149.10

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”）⁸，其经营规模大、网络覆盖广、综合服务能力强。2021年，公司铁矿石经营量同比略有下降，整体黑色商品贸易业务规模同比基本稳定。

表 6：近年来公司钢材（钢坯）经营情况（万吨）

商品名称	2019	2020	2021	2022.1~3
钢材	710	933	961	161.10
钢坯	20	55	33	0.35

资料来源：公司提供

表 7：近年来公司原材料经营情况（万吨）

商品名称	2019	2020	2021	2022.1~3
铁矿石	5,688	8,800	7,903	1,349
煤炭	1,118	1,069	1,086	189
焦炭	106	134	110	26
铁合金	148	200	124	32
铬矿砂及精矿	388	246	242	32
锰矿砂	226	247	208	7

资料来源：公司提供

2021年，地产板块坚持稳健经营并灵活调配资源，收入及利润均有大幅增长；随着长远锂科上市及行业景气度提高，新能源业务资本实力和盈利能力提升

地产业务方面，2011年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。2021年公司房地产业务签约销售面积为102.36万平方米，签约销售额为267.27亿元，重点项目包括鹭山府项目、壹云海项目、万樾府项目、五矿西棠雅园项目等。2021年以来，公司新增房地产项目7个，分别位于北京、成都、苏州、长沙等地；新增土地储备可发展楼面面积约为130万平方米，新增土地成本约为110.67亿元。截至2021年末，公司共有34个房地产发展项目，主要分布于北京、南京、长沙、广州、武汉、成都、深圳等城市，合计可开发土地储备总楼面面积约为861.44万平方米。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”，股票代码：00230.hk）2021年抓住市场销售窗口期并加大去化力度，当期收入及利润同比均大幅增长⁹，但仍需关注房地产行业变化及对公司业务的影响情况。

金融业务方面，公司拥有全牌照金融业务，主

⁷ 由于内部管理架构变化，鲁中矿业有限公司产量已纳入五矿矿业中，且2021年起，公司不再统计铁矿石原矿量。

⁸ 截至2021年末，五矿发展总资产为230.82亿元，所有者权益为72.81亿元，资产负债率为68.46%；2021年五矿发展营业收入同比增长29.99%至875.11亿元，净利润同比增长84.19%至4.88亿元。

⁹ 截至2021年末，五矿地产总资产为771.73亿港元，所有者权益为231.18亿港元，资产负债率为70.04%；2021年五矿地产营业收入同比增长68.20%至128.86亿港元，分配股息后归属于股东的净利润为0.89亿港元。

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。2021年，五矿资本实现营业总收入130.31亿元，同比下降20.27%；主要系改善业务结构，减少期货风险管理业务规模所致；净利润同比小幅下降6.01%至41.74亿元。

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。

公司新能源业务以湖南长远锂科股份有限公司（以下简称“长远锂科”）为经营主体。长远锂科于2021年8月在上交所科创板上市，主营业务为高效电池材料的研究与生产，主要产品包括三元正极材料及前驱体、钴酸锂正极材料、球镍等；目前拥有麓谷基地、铜官基地、高新基地三个生产基地。2021年三元正极材料产销量增幅均超过150%，全年营业收入由2020年的20.11亿元大幅增长至68.41亿元，同期净利润由1.10亿元增长至7.01亿元。

公司主要在建项目以新能源项目以及有色金属采选冶炼为主，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2021年末，公司主要重大在建项目多为新能源项目以及有色金属采选冶炼等，以上项目共涉及总投资362.52亿元，截至2021年末已投入21.90亿元，未来仍有一定规模投资支出，但由于建设周期相对较长，2022年投资压力较为可控。此外，2022年公司将投资30余亿元进行有色矿山维检技改，生产效率有望进一步提升。

资本运作方面，五矿资源于2021年6月完成配售事项，募集资金净额约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等。此外，长远锂科于2021年8月完成IPO，共募集资金27.25亿元，扣除发行费用后将用于车用锂电池正极材料扩产一期项目的建设及补充营运资金。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 8：截至 2021 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 2021 年末已投资金额	2022 年计划投资
新能源项目	2022 年	143.20	--	2.00
有色金属采选项目	2021 年	37.39	--	11.15
黑色金属采选项目	2022 年	35.67	0.07	3.98
新能源项目	2020 年	35.65	9.20	6.00
新能源项目	2021 年	33.39	1.50	10.00
有色金属冶炼项目	2022 年	24.25	--	0.10
新能源项目	2022 年	20.88	--	6.00
有色金属加工项目	2021 年	19.15	6.73	6.74
其他矿产采选项目	2021 年	12.94	4.40	7.12

合计	--	362.52	21.90	53.09
----	----	--------	-------	-------

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2019~2021年财务报告，各期数据均为财务报表期末数。

受益于有色和黑色板块量价齐升及新能源板块景气度提升等，2021年公司经营性业务利润大幅增长；但大额资产减值损失和公允价值变动损失对利润形成拖累

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。2021年公司营业总收入同比增长17.60%，有色金属以及黑色金属均价上涨及经营量的扩大带动整体收入上涨。地产板块的收入增长弥补了金融板块收入的小幅下降。新能源板块景气度提升令长远锂科收入规模扩大，带动其他收入大幅增加。毛利率方面，得益于有色金属板块铜、铝、锌等有色金属价格的大幅上涨，有色金属板块毛利率同比大幅上涨；黑色金属板块金属价格上涨的同时伴随原燃料的价格上行，毛利率同比小幅上升；由于部分存量项目清盘以及部分当期销售项目毛利率较低等原因使得房地产板块毛利率同比亦下降；金融板块因业务结构的改善毛利率有较大幅度提升；其他业务板块中随着长远锂科营业规模的扩大毛利率逐年提升。整体来看，2021年公司营业毛利率同比上升2.91个百分点。

表 9：公司主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
有色金属	1,193.53	1,351.79	1,557.37
黑色金属	872.18	1,007.06	1,254.52
房地产	293.75	309.64	360.34
金融	166.37	169.02	136.51
其他	48.69	36.12	91.51
板块抵消	-41.66	-19.77	-44.21
营业总收入	2,532.86	2,853.86	3,356.03

¹⁰ 2020年及2021年，其他收益分别为13.84亿元和15.66亿元。

毛利率	2019	2020	2021
有色金属	10.96	9.90	15.36
黑色金属	5.68	5.45	5.69
房地产	13.63	12.11	10.40
金融	43.13	47.73	65.57
其他	17.33	19.68	20.12
营业毛利率	9.31	8.38	11.29

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：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，经营规模大幅提升推高期间债务规模和利息支出，加之无去年同期因汇率变动产生的净收益影响，全年财务费用同比增幅较大。其他费用较为稳定，但期间费用整体有所上升，不过随着收入规模的提升，期间费用率小幅下降。

经营性业务利润为利润总额的主要构成部分，2021年，受益于经营规模的扩大及毛利率提升，以及其他收益¹⁰中项目扶持资金等的增加，2021年公司经营性业务利润同比大幅增长超过150%。

非经营性损益方面，2021年减值损失规模扩大至130.25亿元，主要包括对商誉、存货、固定资产、坏账及无形资产等计提的拨备，对利润形成较大侵蚀。同期公司所属金融企业持有的金融资产的公允价值变动-12.03亿元，对利润产生一定影响。另外，对ESG开支、亏损合同等计提预计负债形成营业外支出18.28亿元。整体看，2021年公司利润总额同比增长23.36%，为近年来较高水平；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。当期由于缴纳较高金额的所得税费用致2021年净利润为负。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
销售费用	25.87	19.75	19.19
管理费用	108.09	123.84	124.71
财务费用	92.10	79.93	99.62
期间费用合计	226.05	223.52	243.51
期间费用率(%)	8.92	7.83	7.26

经营性业务利润	56.26	78.31	201.13
资产减值损失	-39.11	-32.46	-115.02
信用减值损失	-9.21	-12.19	-15.23
公允价值变动收益	2.32	6.24	-12.03
投资收益	22.19	14.18	14.01
营业外支出	8.79	8.66	18.28
利润总额	28.87	53.65	60.82
净利润	0.19	21.55	-6.74
EBIT	129.29	143.21	159.37
EBIT 利润率(%)	5.10	5.02	4.75
总资产收益率(%)	2.98	3.28	3.55

注：管理费用含研发费用；减值损失以负号列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，经营规模扩大带动资产总额稳步增长，经营性负债保持增长但整体债务结构有所优化，财务杠杆仍处于较高水平

2021 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、货币资金及交易性金融资产为主。2021 年货币资金随着经营规模的扩大大幅增长，截至 2021 年末受限金额为 28.27 亿元，主要为法定存款准备金及各项保证金等。存货中房地产业务开发产品占比较高，2021 年地产板块新项目的开发、所经营金属产品规模和价格的上升使得 2021 年末存货较上年末有所增加。

此外，应收账款主要系各个板块的贸易往来业务产生，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，2021 年因部分地产项目款项收回使得当期其他应收款规模有所下降。**中诚信国际认为**，应收款项规模有所下降但仍维持较高水平，规模逐渐攀升的存货对资金形成一定占用，需持续关注存货周转情况、相关地产项目的后续运营情况及应收账款和其他应收款的回收进度。

非流动资产主要为固定资产和长期应收款等，2021 年折旧以及计提减值规模较大使得当期末固定资产有所下降；同期末，以公司所属金融租赁公司投放的融资租赁款为主的长期应收款保持在较大规模。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021
货币资金	343.72	341.93	477.90
存货	632.29	656.27	752.02

交易性金融资产	296.35	336.89	341.82
应收账款	130.39	152.04	177.25
其他应收款	179.46	218.58	171.73
流动资产	2,157.12	2,311.89	2,509.10
固定资产	867.49	814.21	799.31
无形资产	196.28	183.05	173.86
长期应收款	491.72	426.54	425.61
长期股权投资	89.66	87.45	118.84
可供出售金融资产	125.19	131.63	99.34
非流动资产	2,209.43	2,064.15	2,098.91
总资产	4,366.55	4,376.04	4,608.02

注：将合同资产计入存货，下同。

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，2021 年末总债务规模较去年同期基本持平，但公司利用长期债务置换部分短期债务，年末短期债务占总债务的比重下降至 54.15%，债务期限结构有所优化。经营性负债主要为应付账款、预收账款及其他应付款等，随着经营规模扩大以及有色金属价格上涨，年末应付及预收款项均有所增加。

随着非全资子公司的经营积累，少数股东权益当期增加 32.18 亿元带动权益规模小幅上升。但资本公积由于历史原因继续为负，且当期净利润为负使得未分配利润亏损规模继续扩大，对所有者权益形成一定拖累。由于 2021 年末资产规模上升较快，整体来看年末财务杠杆水平同比变化不大，但仍处于较高水平。**中诚信国际关注到**，公司负债结构有所优化，但资产负债率及总资本化比率保持高位，需对此保持关注。

表 12：近年来公司负债及所有者权益情况（亿元）

	2019	2020	2021
短期债务	1,594.78	1,478.06	1,202.88
长期债务	832.24	746.45	1,018.63
总债务	2,427.01	2,224.51	2,221.51
应付账款	197.42	230.69	286.28
预收款项	151.38	185.58	199.25
其他应付款	378.57	356.44	377.06
总负债	3,873.27	3,672.77	3,890.28
资本公积	-213.76	-217.38	-201.80
未分配利润	-222.49	-247.86	-290.75
少数股东权益	625.34	871.76	903.94
所有者权益	493.28	703.27	717.73
资产负债率(%)	88.70	83.93	84.42
总资本化比率(%)	83.11	75.98	75.58
短期债务/总债务(%)	65.71	66.44	54.15

注：将合同负债计入预收账款，下同。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，公司的经营获现能力向好，短期偿债压力有所缓解

随着主要经营产品价格的上涨，2021年公司经营活动净现金流同比大幅上涨，经营获现能力向好；金融业务的开展使得投资活动现金流仍保持净流出态势；经营活动现金流可覆盖投资需求，偿还债务使得筹资活动净现金流持续为负。

2021年，经营活动净现金流的大幅提升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有所提高。同期，受益于利润水平提升，EBIT及EBITDA对债务本息的保障能力均有所优化。此外，短期债务规模减少的同时货币资金大幅增长，公司短期偿债压力有所缓解。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	256.03	176.21	298.53
投资活动净现金流	-172.32	-50.94	-103.52
筹资活动净现金流	-180.54	-123.18	-63.15
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.37	1.86	2.93
经调整的 CFO/总债务(%)	3.82	2.78	9.24
EBITDA	225.77	242.76	251.13
EBITDA/总债务(%)	9.30	10.91	11.30
EBIT 利息保障倍数(X)	1.20	1.51	1.57
经营活动净现金流量/短期债务	0.16	0.12	0.25
货币资金/短期债务(X)	0.22	0.23	0.40

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 2022 年 3 月末，公司获得银行授信总额为 3,460.32 亿元，尚未使用的授信额度为 1,926.33 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 14：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	67.68	273.00*	无
五矿发展股份有限公司	62.56	92.40	无
五矿资本股份有限公司	50.42	230.75	无
五矿地产有限公司	61.88	25.77*	无
株洲冶炼集团股份有限公司	42.96	50.48	无
中钨高新材料股份有限公司	49.94	121.99	无
湖南长远锂科股份有限公司	34.70	363.27	无

注：持股比例为截至 2022 年 6 月 14 日数据，总市值以 2022 年 3 月 31 日收盘价计算；带“*”数据单位为亿港元。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 378.72 亿元，占总资产的比重为 8.22%，主要受限原因为借款抵质押、保证金等。

或有负债方面，截至 2021 年末，公司累计为其他单位提供保证担保金额合计 111.45 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 2021 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，2019-2022 年 6 月 20 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，公司业务发展得到控股股东的大力支持

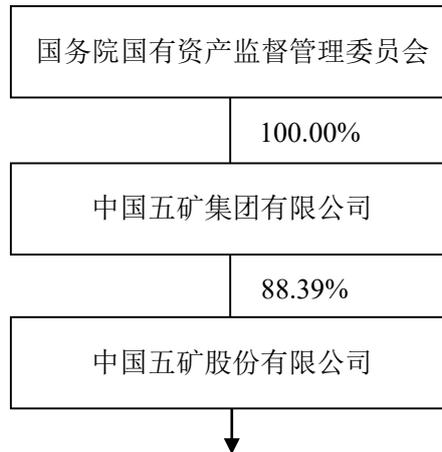
公司控股股东为五矿集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”），五矿集团被中央列为关系国家安全和国民经济命脉的 53 家国有重要骨干企业之一。2016 年，经国

资委批准，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。2021年，五矿集团在世界500强企业中排名为第65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

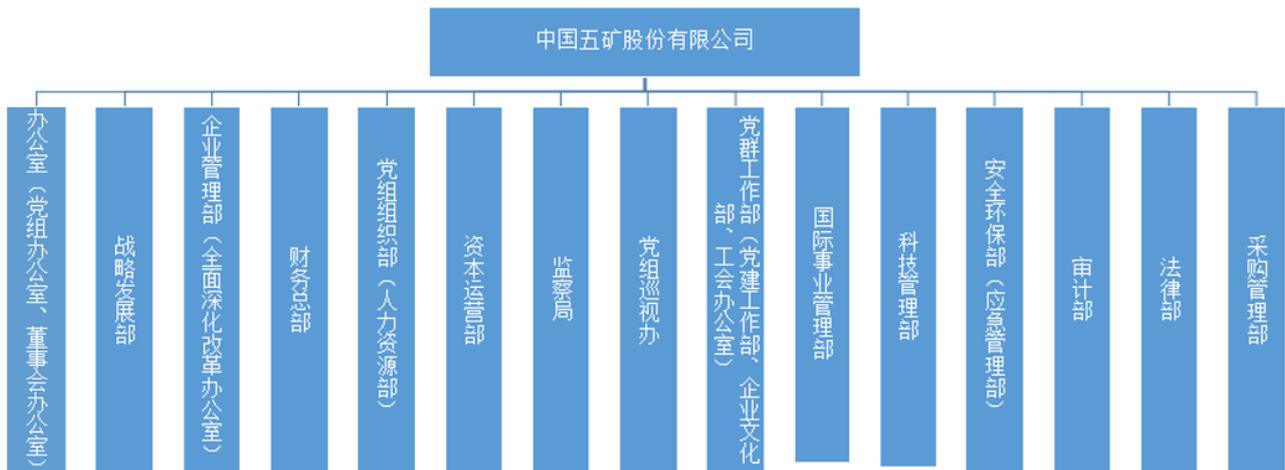
综上所述，中诚信国际维持中国五矿股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15五矿02”、“15五矿03”和“15五矿04”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2021 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	79.36
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	34.70	中钨高新材料股份有限公司	49.94
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）	2019	2020	2021
货币资金	3,437,200.44	3,419,330.41	4,778,960.05
应收账款净额	1,303,873.39	1,520,400.69	1,772,462.31
其他应收款	1,794,575.89	2,185,837.40	1,717,264.82
存货净额	6,322,880.35	6,562,654.37	7,520,240.01
长期投资	3,311,510.90	3,356,267.99	4,421,740.74
固定资产	8,674,891.02	8,142,108.70	7,993,055.58
在建工程	572,916.77	486,404.69	615,877.16
无形资产	1,962,814.23	1,830,518.60	1,738,556.97
总资产	43,665,456.96	43,760,408.31	46,080,166.56
其他应付款	3,785,726.41	3,564,449.65	3,770,646.62
短期债务	15,947,772.59	14,780,569.31	12,028,841.56
长期债务	8,322,377.15	7,464,521.85	10,186,265.14
总债务	24,270,149.74	22,245,091.16	22,215,106.70
净债务	20,832,949.30	18,825,760.74	17,436,146.65
总负债	38,732,671.54	36,727,731.01	38,902,818.99
费用化利息支出	1,004,172.49	895,622.47	985,433.82
资本化利息支出	75,960.58	50,329.97	32,336.77
所有者权益合计	4,932,785.42	7,032,677.30	7,177,347.57
营业总收入	25,328,556.49	28,538,576.83	33,560,279.22
经营性业务利润	562,590.76	783,052.01	2,011,290.10
投资收益	221,893.81	141,760.39	140,079.40
净利润	1,913.50	215,483.47	-67,437.85
EBIT	1,292,880.59	1,432,079.82	1,593,652.18
EBITDA	2,257,698.45	2,427,598.30	2,511,308.17
经营活动产生现金净流量	2,560,303.95	1,762,136.16	2,985,306.39
投资活动产生现金净流量	-1,723,184.55	-509,409.35	-1,035,239.22
筹资活动产生现金净流量	-1,805,394.92	-1,231,788.80	-631,505.48
资本支出	762,967.41	654,743.72	782,666.96

财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	9.31	8.38	11.29
期间费用率(%)	8.92	7.83	7.26
EBITDA 利润率(%)	8.91	8.51	7.48
总资产收益率(%)	2.98	3.28	3.55
净资产收益率(%)	0.04	3.60	-0.95
流动比率(X)	0.80	0.90	1.00
速动比率(X)	0.57	0.64	0.70
存货周转率(X)	3.59	3.91	4.08
应收账款周转率(X)	18.37	19.48	19.69
资产负债率(%)	88.70	83.93	84.42
总资本化比率(%)	83.11	75.98	75.58
短期债务/总债务(%)	65.71	66.44	54.15
经营活动净现金流/总债务(X)	0.11	0.08	0.13
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.16	0.12	0.25
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.37	1.86	2.93
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.82	2.78	9.24
总债务/EBITDA(X)	10.75	9.16	8.85
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.16	0.21
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.09	2.57	2.47
EBIT 利息保障倍数(X)	1.20	1.51	1.57

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+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+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。