



五矿发展股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）（品种一）2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

五矿发展股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行可续期公司债券(第一期)(品种一)

2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
23 发展 Y1	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：五矿发展股份有限公司（以下简称“五矿发展”或“公司”，股票代码：600058.SH）为央企控股上市公司，具备全球资源获取优势和通畅的融资渠道，同时公司建立了稳定的采购分销网络，已在钢材和原材料贸易中形成了一定的影响力和知名度；但受房地产市场不景气和下游需求疲软等因素的影响，2022年公司收入和净利润均有所下降，未来盈利易受大宗商品价格的波动影响，且公司应收账款对营运资金占用较大，杠杆水平较高，偿债压力较大。

评级日期

2023年5月16日

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	283.96	228.26	230.82	218.07
归母所有者权益	58.44	48.14	71.44	67.46
总债务	128.33	96.55	93.02	77.69
营业收入	172.92	786.45	875.07	673.18
净利润	0.35	3.50	4.88	2.65
经营活动现金流净额	-25.65	10.18	9.33	-1.38
净债务/EBITDA	--	5.36	5.63	8.61
EBITDA 利息保障倍数	--	5.44	4.76	3.23
总债务/总资本	71.92%	65.99%	66.05%	63.98%
FFO/净债务	--	8.88%	7.13%	2.25%
EBITDA 利润率	--	2.13%	1.71%	1.06%
总资产回报率	--	3.79%	4.91%	3.17%
速动比率	0.96	0.98	1.04	1.03
现金短期债务比	--	0.34	0.55	0.77
销售毛利率	2.89%	3.65%	3.10%	2.66%
资产负债率	78.83%	78.19%	68.46%	68.48%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司股东背景强，具备全球资源获取优势。**公司实际控制人为中国五矿集团有限公司（以下简称“五矿集团”），2022年五矿集团位列世界500强的第58位。依托五矿集团优势，公司受托管理多家海外企业及分支机构，遍布德国、澳大利亚、美国、新加坡等重点资源生产地和流通地，在全球资源获取等方面具备一定优势。
- **公司拥有稳定的采购和分销网络，钢材和原材料贸易上下游均形成了稳定的合作关系。**公司具备多年的钢材和原材料贸易运作经验，在行业内已形成了一定的影响力和品牌优势。钢材贸易方面建立了以建筑央企和大型国企为核心客户的全国性工程配供体系，上下游合作稳定；原材料贸易方面已和矿山企业、钢铁、铁合金生产企业，通过长协、煤钢联动等模式形成了稳定的合作关系。
- **公司作为央企控股上市公司，获取流动性资源的能力非常强。**公司隶属于五矿集团，在其下属财务公司中融资便利，且截至2022年末公司尚未使用授信额度充沛，银企合作良好。公司已成功发行10亿元“23发展Y1”和15亿元“23发展Y3”，并公告拟发行不超过20亿元的超短期融资券，融资渠道通畅。

关注

- **公司收入和净利润有所下降，未来盈利易受大宗商品价格的波动影响而存在波动。**受房地产市场不景气和下游用钢需求不足等因素的影响，2022年公司钢材工程配工量减少，同时铁矿石等冶金原材料价格波动较大，公司缩减了铁矿石业务经营规模，综合导致了营业收入和净利润的下滑。考虑到公司盈利易受钢材、铁矿石等大宗商品价格变动的的影响，未来盈利能力仍将存在波动。
- **公司钢材贸易业务产生的应收账款对营运资金占用较大。**受钢材配供业务赊销规模扩大的影响，公司应收账款规模持续增加，占总资产的比重较高，应收对象以央企和国企为主，对营运资金形成较大占用，且需关注部分应收账款的回收风险。
- **公司杠杆水平有所上升，存在较大的偿债压力。**截至2023年3月末，公司资产负债率为78.83%，杠杆水平维持高位；受偿还永续债的影响，为保障业务资金需求，公司增加了银行借款融资，总债务规模扩大，现金流对债务的覆盖程度减弱，现金短期债务比下滑。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司多年从事钢材和原材料贸易业务，已建立了稳定的采购分销网络，上下游合作方较为稳定，且具备全球资源获取的优势和较强的流动性资源获取能力，预计未来业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	五矿发展	中储股份	浙商中拓	厦门国贸	厦门象屿
总资产	228.26	239.70	260.71	1,128.97	1,150.56
营业收入	786.45	767.75	1,936.05	5,219.18	5,381.48
净利润	3.50	7.03	12.84	45.15	37.78
销售毛利率（%）	3.65	2.18	1.42	1.82	2.13
资产负债率（%）	78.19	41.40	70.21	66.28	68.37

注：以上各指标均为2022年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
贸易企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	2/5		盈利状况	弱
	经营状况	6/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是中国五矿股份有限公司（以下简称“五矿股份”）的重要子公司，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，五矿股份提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司对五矿股份高度重要。同时，中证鹏元认为五矿股份提供支持的能力较强，主要体现为较强的业务实力和财务实力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+/23 发展 Y1	2023-3-8	王硕、张颜亭	贸易企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 发展 Y1	10.00	10.00	2023-3-8	2025-3-23

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年3月23日发行2+N年期10亿元“23发展Y1”，募集资金原计划扣除相关发行费用后，拟用于偿还有息债务和补充流动资金。截至2023年3月31日，“23发展Y1”募集资金专项账户余额为21,569.74万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年3月末，公司控股股东仍为五矿股份，持股比例仍为62.56%，实际控制人仍为五矿集团，最终控制方仍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”）。

公司仍主要从事资源贸易、金属贸易、供应链服务三大类业务。2022年和2023年1-3月，公司合并范围内的一级子公司未发生变化，截至2023年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共11家（详见附录四）。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，

尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

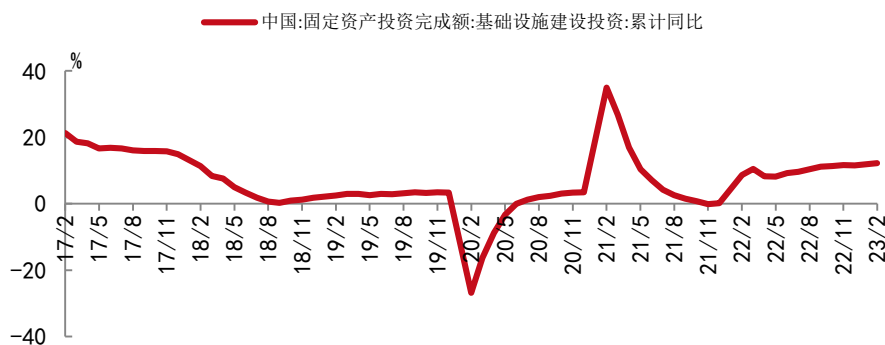
行业环境

2023年基建、制造业有望支撑钢铁行业基本面改善，但房地产仍是需求拖累因素，钢企低盈利预期下，供给释放动力仍偏弱，需持续关注地产复苏进度及钢矿博弈对钢企盈利能力的影响

1、需求端

钢铁下游需求主要为地产、基建和制造业。基建方面，2023年政府专项债继续发力，新增地方政府专项债限额达 3.80 万亿元，虽较 2022 年实际发行量少 2,000 亿元，但仍处于历史最高水平；且 2022 年 11 月，财政部已提前下达 2.19 万亿元的 2023 年新增专项债额度，提前时间和规模均为首次。专项债前置发行，加上央行基建类项目资本金和专项再贷款等结构性政策工具支持，预计 2023 年基建投资将延续较高增长，2023 年 1-2 月，基础设施建设投资累计同比增速达 12.18%，已较去年同期增长 3.57 个百分点，预期基建投资将继续作为 2023 年钢材需求主支撑。

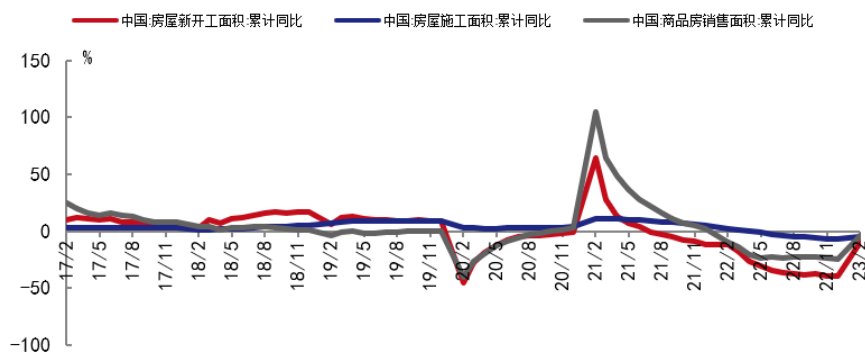
图1 2023年1-2月基建投资维持较高增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

地产方面，2023年1-2月地产未改下降趋势，商品房销售面积、房地产开发投资分别同比下降3.6%和5.7%，但降幅有所收窄。从政策端来看，2023年防风险、促需求，维持房地产业平稳发展仍是主要目标，预期地产修复周期较长，短期内地产用钢需求难以明显改善。制造业方面，年初制造业进入复苏期，制造业PMI连续三个月处于扩张区间。但原材料库存、产成品库存持续在荣枯线下徘徊，企业仍处于去库存周期，市场整体呈现弱复苏态势，投资动能偏弱。然而2023年3月以来，改善营商环境、引进外资、延续减税政策等一系列动作陆续落地，2023年政府工作报告也强调“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，随着相关政策发力，制造业投资有望恢复较高增速，支撑用钢需求。

图2 2023年房地产行业开工、施工、销售继续走弱



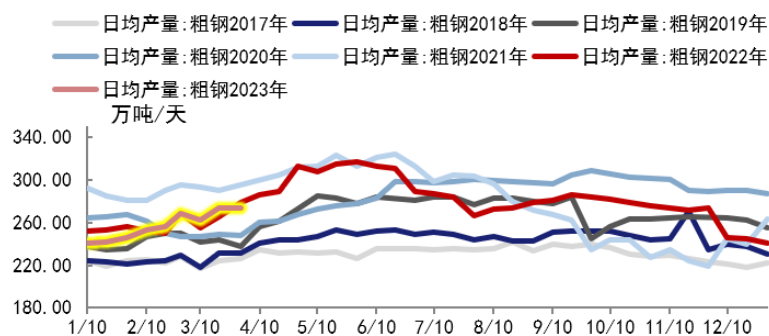
资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，预期2023年基建、制造业将继续支撑用钢需求，但效果相对有限，在地产景气度修复前，钢材需求难见明显增长，后续仍需持续观察房地产市场复苏节奏对钢铁行业的影响。

2、供给端

2022年“料强材弱”局面下，钢企现大规模亏损，生产积极性减弱；虽部分钢企考虑到产量平控政策，为保2023年产量基数，不被压减产量指标，在2022年下半年加大生产力度，但2022年全年粗钢产量仍同比下降1.92%，可见产量平控压力难补亏损钢企生产积极性。预期在需求明显复苏及利润端修复之前，钢材产量将继续下降，但产量平控政策倒逼钢企筑底，降幅有限。

图3 2023年3月日均粗钢产量与2022年同期水平基本持平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

3、利润端

原材料端，随着焦煤供应逐步回升，焦炭价格得到抑制，2023年以来焦炭整体处于窄幅震荡区间。但铁矿石方面，2023年一季度受钢企“开门红”、投机者炒作以及市场预期等多重因素影响，价格攀升至较高水平。虽在成本端带动下，钢企推涨情绪较高，一季度钢价有所上升，但显著弱于矿价，行业仍出现较大亏损，2023年1-2月黑色金属冶炼和压延加工业亏损101亿元，利润总额同比下滑151.1%。

图4 2023年1-3月铁矿石价格持续走高（单位：元/吨）

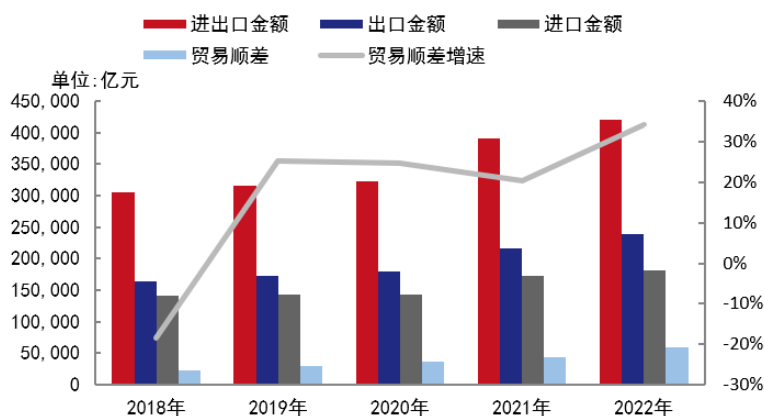


资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国进出口贸易规模持续扩大，钢铁类和矿产类大宗商品价格波动较大，相关企业的利润将因此存在波动

近年我国进出口总额规模持续扩大，2019-2022年贸易顺差增速较高。2022年，我国贸易进出口总额为42.07万亿元，较2018年增加11.57万亿元，实现贸易顺差5.86万亿元，同比增速34.1%。受全球经济疲软、贸易战等因素的影响，2019年开始我国出口金额增长较快，2020-2021年我国出口金额不断增加，贸易顺差增速均在20%以上。

图5 我国进出口贸易总额持续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从大宗商品价格指数来看，2019 年至今，中国大宗商品价格总指数呈波动上升状态，其中 2020 年出现短暂下行。钢铁类和矿产类价格指数相较于总指数来看波动较大，其中钢铁类商品价格在 2022 年 6-8 月开始下行，矿山类商品价格指数在 2021-2022 年存在较大起伏。由于大宗商品价格指数具有周期性波动特征，需持续关注价格波动对相关企业利润情况的影响。

图6 我国大宗商品价格指数情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

经过多年的发展，依托五矿集团的背景优势，公司建立了稳定的采购和分销网络，在钢材端和原材料端形成了稳定的合作关系，在钢材和冶金原材料贸易行业中积累了一定的影响力和品牌优势

公司具备全球资源获取能力和营销网络优势。公司在国内拥有分销公司、加工中心、物流园区等形式的营销、物流网点近百个，同时受托多家海外公司，业务遍布亚、欧、美、非、大洋洲等多个国家和地区，基本形成了海内外一体、全球化运作的营销网络。截至2022年末，公司在国内拥有6家钢材加工中心、15家钢材分销公司及5个金属物流园，遍布全国各主要城市，辐射各大钢材终端客户及金属流通企业客户；拥有15个口岸公司，业务服务覆盖全国自辽宁至广西的主要沿海港口，成为连接海内外贸易的重要节点。

公司在钢材和铁矿石等冶金原材料贸易中形成了一定的影响力和品牌优势。公司实际控制人五矿集团位列世界500强第58位，公司在2022年中国500强排名第156位，在国务院国资委“双百行动”¹评比中荣获“双百行动标杆企业”称号。在五矿集团的背景优势下，公司在原材料端和钢材端形成了一定的竞争优势，原材料端通过与矿山企业签订采购长协稳定货源，钢材端依靠分销网络、仓储管理等综合能力，构建了全国性钢材配送体系；同时公司建有较完善的业务风险管理体系，不断提升全链条的服务

¹ 国企改革“双百行动”，是国务院国有企业改革领导小组组织开展的国企改革专项行动之一，共选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业参与该行动。

能力。

公司95%以上的收入来自钢材和原材料贸易业务。受房地产不景气等因素的影响，用钢需求不足，公司钢材工程配供量减少，2022年钢材贸易业务同比下滑；同时在铁矿石等冶金原材料价格波动等因素影响下，公司缩减了铁矿石贸易规模，原材料贸易收入同比收缩。在全年收入下降的同时，2022年公司贸易业务毛利率实现小幅增长。2023年1-3月，公司积极开拓市场，加快周转速度，贸易业务收入规模实现同比增长，但钢材、铁矿石等大宗商品价格下降，下游市场需求尚未复苏，当期利润水平同比下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入：	786.01	99.94%	3.62%	874.30	99.91%	3.07%
贸易	752.51	95.68%	3.24%	844.39	96.49%	2.75%
钢材贸易	451.23	57.38%	3.29%	489.37	55.92%	3.88%
原材料贸易	301.28	38.31%	3.17%	355.02	40.57%	1.19%
物流服务	38.26	4.86%	6.62%	32.42	3.71%	6.60%
冶炼加工	8.53	1.08%	2.35%	4.78	0.55%	6.93%
招投标	0.92	0.12%	76.93%	0.89	0.10%	73.28%
其他	1.97	0.25%	53.55%	0.50	0.06%	100.00%
减：行业间交易抵消	-16.18	-2.06%	2.50%	-8.68	-0.99%	-0.01%
其他业务收入	0.45	0.06%	43.89%	0.78	0.09%	41.78%
合计	786.45	100.00%	3.65%	875.07	100.00%	3.10%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司钢材业务已形成以建筑央企和大型国企为核心客户的全国性工程配供体系，上下游合作稳定，2022年公司钢材贸易经营量在全国排名靠前，但销售端多采用赊销结算方式，经营效率表现一般

公司钢材贸易业务主要由子公司五矿钢铁有限责任公司（以下简称“五矿钢铁”）等负责，包括工程配供、加工配送和现货销售等，并为客户提供套期保值等综合服务，主要产品为钢材。钢材贸易的主要业务模式是依托分销网络、加工中心，为终端客户提供钢材物流配送、仓储加工等商品或服务。按照国际惯例，采购端，因钢铁生产企业需在客户预付采购货款后才能排产发货，大多通过预付货款采购；销售端，公司钢材销售主要为钢材工程配供业务，结算方式大多以赊销为主。

工程配供是钢材贸易业务的最主要的销售模式，公司已形成以建筑类央企和大型国企为核心客户的全国性工程配供体系，2022年公司实现工程配送量约580万吨，较2021年有所下降，主要受宏观经济低迷、下游需求减少等因素影响所致。除工程终端外，公司持续开拓制造业终端配送市场，围绕船舶、汽车、家电、电气、机械等行业，受益于分销网络优势、成本优势以及一站式服务，2022年制造业终端业务量同比增长26.9%。

依托五矿集团的背景和公司营销网络、成本优势，公司钢材业务贸易经营量在全国排名靠前。在房

地产行情低迷、下游需求不振的背景下，2022年公司钢材业务实现经营量1,069万吨，较2021年略有下滑，收入规模同步下降；2023年1-3月，公司持续扩大市场份额，实现钢材销量239万吨，同比增长32%。

表2 公司钢材贸易销量情况（单位：万吨）

贸易品种	2023年 1-3月	2022年	2021年
钢材	239	1,069	1,081

资料来源：公司提供

客户和供应商方面，公司钢材贸易业务客户以央企和国企为主，前五大客户均为建筑类央企和国企。2022年前五大客户销售金额占营业收入的比重为18.70%，其中关联方占比12.58%，核心客户较为稳定。近年公司钢材贸易前五大供应商采购金额占当期营业成本的比重持续提升，但最高在20%左右，整体集中度不高，且不存在关联方，有助于分散采购过程中的风险。

公司通过签订长协的方式实现了稳定的资源供应，同时受益于煤钢联动等经营模式，原材料贸易业务主要客户和供应商粘性较好，但仍需关注铁矿石、煤炭等大宗商品价格波动对收入和盈利的影响

公司原材料贸易业务主要由子公司中国矿产有限责任公司（以下简称“中国矿产”）等负责，涉及铁矿石、铁合金、煤炭、焦炭、废钢、电解金属锰等冶金工业原料。主要业务模式是通过长协、现货采购、自营销售等方式从上游矿山企业、煤炭生产企业、焦化企业等供应商处采购，销售给下游钢铁生产企业及铁合金冶炼企业等客户，为其提供冶金原料集成供应服务，同时在销售端采用矿铁联动、矿钢联动等销售形式，以实现收益。

公司具备一定的资源获取能力，通过长协的形式实现了稳定的资源供应。截至2022年末，公司铁矿业务在手长协783万吨、铬矿业务签订长协72万吨，锰矿业务签订长协60万吨，煤炭业务签订长协248万吨。

从主要产品销量情况来看，铁矿石为原材料业务中销量最大的产品，受铁矿石价格波动及客户库存管理需求等因素的影响，2022年公司铁矿石的销售量有所减少；煤炭业务聚焦国内国际两个市场，成功开发了首钢集团、河钢集团等优质客户，2022年销量略有下降；焦炭业务建立了长期港口库存，2022年加大出口力度，销量有所提升；铬矿业务与内蒙、四川铬合金生产厂成功签订销售长协，2022年销量保持增长；锰系产品依托锰硅合金交割厂库资质，公司与河钢集团、建龙钢铁等国内龙头钢厂建立了合作关系，销量保持稳定。受铁矿石等大宗商品价格波动的影响，2022年公司原材料贸易业务收入同比下滑，由于公司主动调整贸易产品结构，提高毛利相对较高的产品比重，推动该业务毛利率的提升。

表3 公司主要原材料贸易销量情况（单位：万吨）

贸易品种	2023年 1-3月	2022年	2021年
铁矿石	343.00	2,250.00	2,751.00
煤炭	92.00	436.00	491.00
焦炭	19.00	113.00	105.00

铬矿	26.00	189.00	150.00
锰矿	20.00	111.00	115.91

资料来源：公司提供

客户和供应商方面，2022年公司前五大客户占比为23.34%，钢厂等客户的销售金额持续排名靠前，主要客户保持稳定。公司原材料贸易业务采购多为铁矿石、铁合金等产品，近年原材料业务前五大供应商采购金额占当期原材料贸易成本的比重均在50%以上，采购集中度较高，部分供应商为关联方。

公司提供供应链服务，2022年物流业务稳定发展，是公司收入和利润的重要补充，但收入规模相对较小

公司供应链服务包含仓储加工、船/货代、网络货运、保险经纪、招标代理、线上交易服务等，具体包括物流园及物流业务、招标业务等，主要依托龙腾云创产业互联网平台，通过布局完整的仓储、加工、物流等基础设施网络，结合金融手段为实体企业提供支撑，获取服务费及贸易增长带来的双重收益。

公司物流园及物流业务主要由子公司五矿物流集团有限公司、五矿物流（上海）有限公司、龙腾云创产业互联网（北京）有限责任公司等负责。物流园业务主要通过“自管仓+加盟仓”的模式，为客户提供仓储加工服务、互联网增值服务与供应链配套服务。截至2022年末，公司在全国已累计拓展12个数码库，无锡物流园、东莞物流园等服务能力不断提升，2022年西安物流园正式投入运营，服务范围拓展至中西部地区。2022年度公司物流园业务实现加工量126万吨，同比增长9%，实现吞吐量1,101万吨，同比增长41%。

公司物流业务系与国际贸易商合作开展集内陆口岸服务、铁路、临港服务和国际海运于一身的一体化多式联运业务，通过成立多式联运平台公司，利用新一代互联网信息技术，为客户提供全面的信息化、可视化、一站式的物流服务。2022年公司完成物流服务总量约为1.3亿吨，同比增长4%。2022年公司物流服务业务收入有所增加，毛利率水平保持稳定。

公司招投标业务主要由子公司五矿国际招标有限责任公司负责，在提供传统招标服务的同时，向客户提供工程造价咨询等多元化增值服务，该项业务毛利率水平较高，2022年招标业务委托额和招标额均实现增长。

六、财务分析

财务分析基础说明

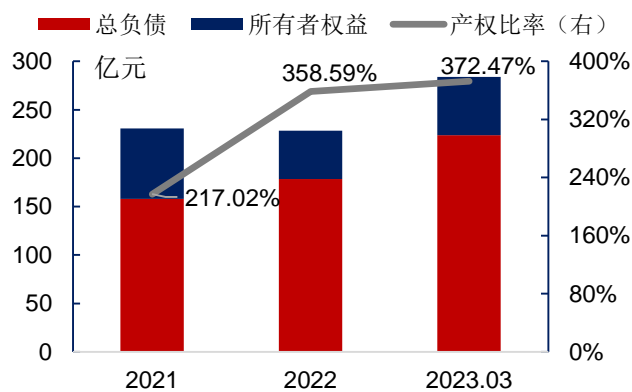
以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年及2023年1-3月，公司合并范围内一级子公司未发生变化。

资本实力与资产质量

受益于贸易业务的发展，公司资产规模整体扩大，但因钢材赊销的结算方式产生了大量应收账款，对公司营运资金形成占用，同时由贸易商品构成的存货占比相对较高，需关注因大宗商品价格变动而带来的跌价风险

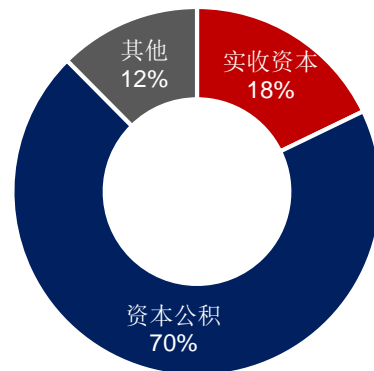
公司所有者权益主要由以股本溢价为主的资本公积构成，受之前年度大额亏损的影响，2023年3月末公司未分配利润仍然为负。2022年12月，公司偿还了25亿元永续债券投资本金和投资收益，虽2023年3月公司新增发行“23发展Y1”10亿元，但所有者权益规模较2021年末仍有缩减，导致产权比率明显提升，所有者权益对总负债的覆盖程度较低。

图7 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图8 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受偿还永续债的影响，2022年末货币资金余额降至23.30亿元，占总资产的比重仍在10%以上，其中受限货币资金2.14亿元，主要为期货保证金等。2023年3月末，随着“23发展Y1”的发行，货币资金余额有所增加。

由于钢材业务基本采用赊销的结算方式，导致公司形成大量应收账款，受钢材配供业务赊销规模的扩大的影响，2022年末应收账款有所增加，应收对象主要为建筑类央企和国企公司，包括中国建筑第八工程局有限公司、中建八局第三建设有限公司、中国十七冶集团有限公司、中国核工业第二二建设有限公司、中建新疆建工（集团）有限公司等。虽应收央企国企的资金相对较有保障，但仍需关注应收账款中可能存在的坏账损失和对公司营运资金的占用情况。随着煤钢联动等业务规模的扩大，公司预付款项保持增长。公司其他应收款主要包括代收代付款、预付账款转入以及其他往来款等，其中代收代付款为贸易代理产生，账龄基本在6个月以内，坏账风险相对较小；预付款项转入款账龄基本在5年以上，计提坏账准备规模较大，存在一定的坏账风险。

公司存货主要由贸易商品、在途物资等构成，2022年铁矿石等大宗商品价格波动较大，为防范市场

风险，公司减少商品采购，存货规模下降；2023年1-3月，为适应后续冶金原材料市场和下游工程建设用钢需求的恢复，公司备货采购增加，存货、预付款项随之增加。由于公司主要贸易品种为钢材、铁矿石等大宗商品，需关注商品价格波动带来的存货跌价风险。

公司非流动资产规模相对较小，主要包括固定资产等。公司固定资产主要由房屋建筑物等构成，房屋建筑物主要为办公楼和物流园及附属设施等，由于公司将部分办公楼及厂房对外出租转入投资性房地产，以及计提折旧的影响，导致固定资产账面价值略有下降。

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	27.62	9.73%	23.30	10.21%	28.52	12.36%
应收账款	100.50	35.39%	86.78	38.02%	72.26	31.31%
存货	55.61	19.58%	33.83	14.82%	43.06	18.65%
预付款项	37.88	13.34%	27.87	12.21%	26.41	11.44%
其他应收款	19.98	7.04%	12.54	5.49%	15.02	6.51%
流动资产合计	253.09	89.13%	197.53	86.54%	197.50	85.56%
固定资产	9.02	3.18%	9.20	4.03%	9.79	4.24%
非流动资产合计	30.87	10.87%	30.73	13.46%	33.32	14.44%
资产总计	283.96	100.00%	228.26	100.00%	230.82	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受限资产方面，截至2022年末，公司受限资产合计4.42亿元，占当期末总资产的1.56%，包括受限货币资金2.14亿元、应收票据1.34亿元、固定资产0.53亿元、无形资产0.27亿元、应收账款0.14亿元。

整体来看，公司总资产规模整体扩大，但受结算方式的影响，公司应收款项占比较高，需关注款项回收风险和对公司营运资金的占用情况，以及大宗商品价格波动带来的存货跌价风险。

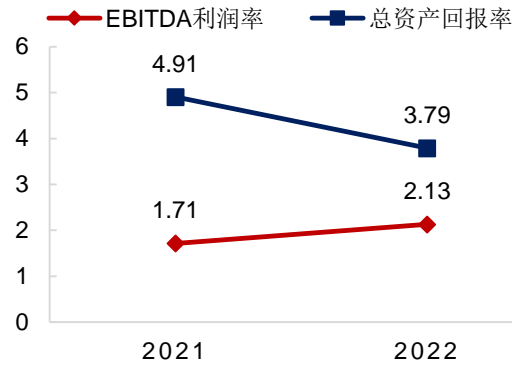
盈利能力

在房地产行情不景气、铁矿石等大宗商品价格波动较大等因素的影响下，2022年公司收入和利润规模均同比下降，盈利能力表现弱化，且未来仍易受大宗商品价格的波动而存在波动

受房地产市场不景气和下游用钢需求不足等因素的影响，2022年公司钢材工程配工量减少，同时铁矿石等冶金原材料价格波动较大，公司缩减了铁矿石业务经营规模，导致了营业收入规模的下降。由于公司加强市场研判，抓住冶金原材料和钢材等商品价格阶段性上涨行情，适当调整业务结构，增加毛利相对较高的贸易商品经营量，2022年公司毛利率稳中有增。由于人民币兑美元贬值产生的汇兑损失增加，公司的财务费用随之增加，叠加下游需求疲软和铁矿石等商品价格下跌等不利因素，2022年净利润下降，公司总资产回报率有所下降。2023年1-3月，受钢材、铁矿石等大宗商品价格下降及下游需求尚未明显恢复等因素的影响，公司盈利指标仍未好转。考虑到公司盈利易受钢材、铁矿石等大宗商品价格变动的

影响，未来盈利能力仍将存在波动。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

为保障贸易业务经营，公司总债务规模有所扩大，资产负债率上升，现金短期债务比水平较低，公司存在较大的债务压力

由于贸易业务资金的周转需求较大，公司总债务规模占比相对较高，总债务的构成以短期债务为主，长期债务规模占比不高。

短期债务方面，由于公司2022年偿还了25亿元永续债，为保障业务经营，短期借款有所增加，2023年一季度，公司增加备货，短期借款规模相应扩大，期末余额占总负债的比重增至19.89%；为减少资金占用，公司采购付款端以银行承兑汇票方式的结算量增加，2022年末应付票据余额快速增长；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和租赁负债等，规模相对较小。

长期债务方面，截至2022年末公司的长期债务主要由长期借款构成，均为信用借款；2023年3月和4月，公司分别发行“23发展Y1”10亿元和“23发展Y3”15亿元，虽“23发展Y1”和“23发展Y3”均为永续债，但若发生约定的强制付息事件等，公司或将承担偿付义务。

经营性负债方面，2022年铁矿石等大宗商品价格波动较大，为防范市场风险，公司减少了赊销采购，应付账款规模缩减，2023年一季度，为应对后续的需求复苏，公司加大了商品采购，期末应付账款金额有所增加；受销售渠道拓展，业务规模整体扩大的影响，销售合同形成的合同负债规模保持增长；其他应付款主要系代收代付款和资金拆借等款项，受采购备货对资金需求的调整存在波动。

表5 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	44.53	19.89%	31.70	17.76%	28.49	18.03%

应付账款	27.78	12.41%	23.56	13.20%	32.71	20.70%
应付票据	53.71	23.99%	51.53	28.87%	33.37	21.12%
合同负债	29.63	13.24%	17.99	10.08%	16.66	10.55%
其他应付款	34.31	15.33%	25.23	14.13%	28.59	18.09%
一年内到期的非流动负债	5.77	2.58%	5.65	3.17%	0.52	0.33%
流动负债合计	205.09	91.62%	166.26	93.15%	147.86	93.58%
长期借款	13.46	6.01%	7.31	4.09%	5.26	3.33%
负债合计	223.86	100.00%	178.48	100.00%	158.01	100.00%
总债务合计	128.33	52.86%	96.55	54.10%	93.02	58.87%
其中：短期债务	104.02	46.47%	88.88	49.80%	62.38	39.48%
长期债务	24.31	6.39%	7.67	4.30%	30.65	19.40%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

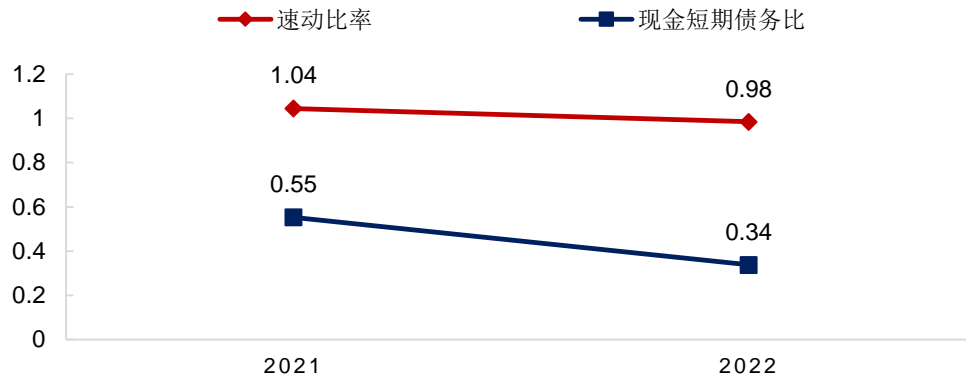
2022年公司采购端付款以银行承兑汇票方式的结算量增加，现金类支付规模缩减，经营活动净现金流增加，FFO有所增长。由于公司2022年偿付了25亿元永续债，银行借款相应增长较快，总债务规模不断扩大，资产负债率水平持续攀升，经营活动净现金流对净债务的覆盖程度较弱，公司存在较大的债务压力。2023年一季度，为适应后续市场需求的恢复，公司增加贸易商品采购，当期经营活动现金净流出规模较大。

表6 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-25.65	10.18	9.33
FFO（亿元）	--	7.96	6.02
资产负债率	78.83%	78.19%	68.46%
净债务/EBITDA	--	5.36	5.63
EBITDA 利息保障倍数	--	5.44	4.76
总债务/总资本	71.92%	65.99%	66.05%
FFO/净债务	--	8.88%	7.13%
经营活动净现金流/净债务	--	11.35%	11.06%
自由现金流/净债务	--	10.96%	10.86%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受偿还永续债的影响，2022年末公司的现金类资产规模下降，同时短期债务增加，导致现金短期债务比下滑，现金类资产对短期债务的覆盖程度较差；速动比率也有所下降，整体的流动性比率表现弱化。公司隶属五矿集团，在其下属财务公司中融资便利，截至2022年末公司尚未使用授信额度为188.20亿元，其中在五矿集团财务有限责任公司中的尚未使用授信额度为26.56亿元；同时作为A股上市公司，公司可通过定增、发债等方式直接融资，融资渠道通畅。

图10 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司近一年未发生ESG风险因素

环境因素

公司近一年未有空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会因素

公司近一年未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资、发生员工安全事故等负面舆情事件出现。

公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》和其他有关规定制定了《公司章程》，建立了以股东大会、董事会、监事会以及管理层等为主体结构的经营管理体系。

公司治理制度运行良好，2022 年共召开董事会会议 9 次，董事会专门委员会会议 15 次，监事会会议 5 次，年度股东大会 1 次，临时股东大会 1 次。公司董事、监事及核心管理团队成员基本稳定，2022 年公司原副总经理兼财务总监陈辉、原董事会秘书王宏利因工作变动离任，原副总经理王振中因退休离任，董事会聘任谭巍为财务总监、陈亚军为董事会秘书、曲世竹为总法律顾问。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2022年1月1日至公开信息查询日（2023年5月9日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2022年末，公司存在以下未决诉讼，并相应计提了预计负债。

1、2016年12月16日，公司发布了《关于公司涉及诉讼、仲裁的公告》（临2016-40）。李显河因与五矿集团深圳进出口有限责任公司（以下简称“五矿深圳公司”）、龙岩卓鹰制铁有限公司（以下简称“卓鹰公司”）、福建金大鑫钢铁铸造有限公司（以下简称“金大鑫公司”）、陈昆明、武燕燕的欠款纠纷向福建省高级人民法院起诉，要求五矿深圳公司、卓鹰公司、金大鑫公司、陈昆明、武燕燕偿还剩余借款本金、利息合计约1.82亿元，并承担律师费。2018年10月8日，五矿深圳公司收到《福建省高级人民法院民事判决书》，判决结果如下：（一）被告五矿深圳公司、卓鹰公司、金大鑫公司、陈昆明、武燕燕应于判决生效之日起十日内向原告李显河偿还借款本金13,506.43万元及借款利息4,693.48万元（利息暂计至2015年7月3日止；之后的利息按月利率1.5%标准计至实际清偿之日止）；（二）被告五矿深圳公司、龙卓鹰公司、金大鑫公司、陈昆明、武燕燕赔偿原告因本案而支出的律师费50.00万元。案件受理费95.18万元，鉴定费15.00万元，由被告五矿深圳公司、卓鹰公司、金大鑫公司、陈昆明、武燕燕共同承担。五矿深圳公司已在上诉期内向最高人民法院提起上诉。2019年5月5日，最高人民法院正式受理五矿深圳公司的上诉申请；2020年3月16日，最高人民法院下达（2019）最高法民终702号《民事裁定书》，裁定撤销福建高院一审民事判决书，并发回福建高院重审，2022年7月28日，一审重审五矿深圳公司败诉，五矿深圳公司已在上诉期内向最高人民法院提起上诉。2023年1月31日，二审重审驳回上诉，维持原判。截至2022年12月31日，此案累计计提预计负债35,632.79万元。

2、2015年，公司子公司五矿钢铁与美达王（北京）商业有限公司（以下简称“美达王公司”）签订采购合同，由五矿钢铁向美达王公司采购钢坯。后因双方对实际供货数量及对应货款金额存在争议，美达王公司于2016年起诉五矿钢铁，要求五矿钢铁支付采购合同项下所欠货款2,715.00万元，并承担相应利息和律师费。2018年4月16日，北京市海淀区人民法院作出一审《民事判决书》，判决五矿钢铁向美达王公司支付货款2,715.00万元并按照银行同期贷款基准利率支付利息，同时判决五矿钢铁承担美达王公司的律师费111.30万元。一审败诉后，五矿钢铁向北京市第一中级人民法院提起上诉。2018年8月14日，二审《民事判决书》撤销了一审判决，判决五矿钢铁仅向美达王公司支付货款112.65万元以及对应逾期利息，并驳回了美达王公司的其他诉讼请求。2019年1月22日，美达王公司向北京市高级人民法

院申请再审，要求撤销北京市第一中级人民法院二审判决，改判支持美达王公司全部诉讼请求，北京市高级人民法院已予以受理。2023年2月8日，北京市高级人民法院作出再审裁定，撤销原一审、二审判决，发回一审法院重审。截至2022年12月31日，此案累计计提预计负债686.96万元。

3、2019年，南通耀扬建筑工程有限公司（以下简称“南通耀扬”）向无锡市惠山区人民法院提起诉讼称，其与五矿无锡物流园有限公司（以下简称“无锡物流园”）于2015年签订协议，无锡物流园将对无锡市聚尔森商贸有限公司（以下简称“聚尔森”）享有的债权、对江苏金煜满堂置业有限公司享有的担保权利转让给南通耀扬，转让价为5,154万元；南通耀扬据此向无锡物流园实际支付转让款5,179万元。南通耀扬认为，无锡物流园的上述债权经（2016）苏1112民初1209号民事判决认定不存在，故南通耀扬无法实现合同目的，诉求无锡物流园返还转让款5,154万元并支付利息。该案在无锡惠山法院一审无锡物流园胜诉，法院认为无锡物流园向南通耀扬转让的债权合法有效，南通耀扬债权可另行依法向债务人聚尔森主张。南通耀扬提交二审上诉状，二审发回重审，重审一审于2022年7月开庭，2022年11月，五矿公司收到《江苏省无锡市惠山区人民法院民事判决书》，重审判决结果如下：（一）解除南通耀扬建筑工程有限公司与五矿无锡物流园有限公司于2015年9月30日签订的《协议》；（二）五矿无锡物流园有限公司于本判决生效之日起10日内返还南通耀扬建筑工程有限公司5,154.01万元并支付资金占用期间利息（以5,154.01万元为基数，自2019年7月22日起至2019年8月19日止，按照银行同期贷款利率计算；自2019年8月20日起至实际给付之日止，按照LPR计算）；（三）驳回南通耀扬建筑工程有限公司的其他诉讼请求。无锡物流园已在上诉期内向无锡市中级人民法院提起上诉。2022年1月9日，无锡市中级人民法院正式受理无锡物流园的上诉申请；重审二审已于2023年1月31日开庭，2023年3月8日，无锡物流园收到二审判决，二审维持原判。截至2022年12月31日，此案累计计提预计负债686.75万元。

八、外部特殊支持分析

公司是五矿股份的重要子公司，五矿股份直接持有公司62.56%股权。五矿股份为五矿集团子公司，业务包括矿产资产开发、金属冶炼加工、房地产开发等，业务实力较强，为公司提供支持的能力较强。

中证鹏元认为公司对五矿股份的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，五矿股份提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司所从事的钢材和原材料贸易业务，是五矿股份战略规划的核心业务之一，在五矿股份业务板块中占有重要地位。

（2）公司在收入等方面对五矿股份的贡献较大。2020-2022年公司营业收入占控股股东营业收入的比重平均为25.55%，对股东的收入贡献较大

（3）公司违约会对五矿股份的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。公司作为五矿股份的重要子公司，若出现违约情况，将对五矿股份产生较大影响。

九、结论

公司是央企控股上市公司，实际控制人为五矿集团，较强的股东背景为公司的业务发展提供了良好支撑。受房地产市场不景气和下游用钢需求疲软等因素的影响，叠加铁矿石等大宗商品价格波动较大，2022年公司收入和利润同比下滑，未来盈利仍易受大宗商品价格波动的影响。由于公司钢材业务的销售结算方式多采用赊销，形成了大量的应收账款，对营运资金形成占用；同时为满足业务发展需要，2022年公司银行借款规模扩大，总债务增加，偿债压力较大。但经过多年的发展，公司已形成了稳定的采购分销网络，且具备全球资源获取优势，在钢材、原材料贸易中具有一定的影响力和品牌优势。此外，公司融资渠道通畅，拥有非常强的流动性资源获取能力。整体来看，公司抗风险能力较强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“23发展Y1”的信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	27.62	23.30	28.52	16.19
应收账款	100.50	86.78	72.26	58.98
存货	55.61	33.83	43.06	40.00
预付款项	37.88	27.87	26.41	30.81
其他应收款	19.98	12.54	15.02	13.01
流动资产合计	253.09	197.53	197.50	183.44
非流动资产合计	30.87	30.73	33.32	34.63
资产总计	283.96	228.26	230.82	218.07
短期借款	44.53	31.70	28.49	26.42
应付账款	27.78	23.56	32.71	38.85
应付票据	53.71	51.53	33.37	20.65
合同负债	29.63	17.99	16.66	19.38
其他应付款	34.31	25.23	28.59	23.82
流动负债合计	205.09	166.26	147.86	139.90
长期借款	13.46	7.31	5.26	5.44
非流动负债合计	18.76	12.22	10.15	9.43
负债合计	223.86	178.48	158.01	149.33
总债务	128.33	96.55	93.02	77.69
所有者权益	58.44	48.14	71.44	67.46
营业收入	172.92	786.45	875.07	673.18
营业利润	0.75	5.64	8.10	4.37
净利润	0.35	3.50	4.88	2.65
经营活动产生的现金流量净额	-25.65	10.18	9.33	-1.38
投资活动产生的现金流量净额	-0.04	0.24	0.61	-0.18
筹资活动产生的现金流量净额	29.48	-16.39	2.08	-3.06
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	16.74	15.00	7.10
FFO（亿元）	--	7.96	6.02	1.38
净债务（亿元）	--	89.66	84.38	61.17
销售毛利率	2.89%	3.65%	3.10%	2.66%
EBITDA 利润率	--	2.13%	1.71%	1.06%
总资产回报率	--	3.79%	4.91%	3.17%
资产负债率	78.83%	78.19%	68.46%	68.48%
净债务/EBITDA	--	5.36	5.63	8.61
EBITDA 利息保障倍数	--	5.44	4.76	3.23
总债务/总资本	71.92%	65.99%	66.05%	63.98%

FFO/净债务	--	8.88%	7.13%	2.25%
速动比率	0.96	0.98	1.04	1.03
现金短期债务比	--	0.34	0.55	0.77

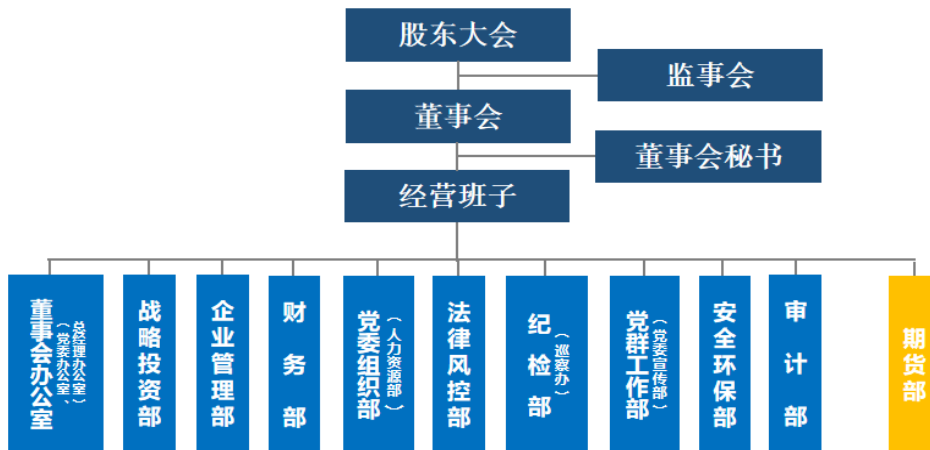
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	注册资本	直接持股比例	主营业务
五矿钢铁有限责任公司	90,000.00	100.00	贸易
中国矿产有限责任公司	90,000.00	100.00	贸易
五矿贸易有限责任公司	10,000.00	100.00	贸易
五矿物流集团有限公司	60,000.00	100.00	运输代理
五矿物流（上海）有限公司	12,000.00	100.00	仓储服务
五矿国际招标有限责任公司	3,000.00	100.00	招标
五矿（湖南）铁合金有限责任公司	28,638.00	79.3016	生产加工
五矿东方贸易进出口有限责任公司	1,352.52	80.00	贸易
五矿浙江国际贸易有限公司	500.00	100.00	贸易
五矿宁波进出口有限公司	3,851.00	100.00	贸易
龙腾云创产业互联网(北京)有限责任公司	1,000.00	100.00	服务

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。