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）信用评级报告

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）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2023-3-8

债券概况

发行规模：注册总额不超过 25 亿元（含），其中本期发行不超过 10 亿元（含）

发行期限：品种一：基础期限为不超过 2 年（含），以每 2 个计息年度为一个周期（“重新定价周期”），在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该重新定价周期末全额兑付本品种债券

品种二：基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为一个周期（“重新定价周期”），在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该重新定价周期末全额兑付本品种债券

偿还方式：在公司不行使续期选择权、递延支付利息权的情况下，每年付息一次，到期一次还本；附公司续期选择权、递延支付利息权、赎回选择权

发行目的：扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务和补充流动资金

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

评级观点

- 中证鹏元评定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）主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，评定公司本次拟发行不超过 10 亿元（含）的可续期公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司为央企下属上市公司，股东背景较强、融资渠道通畅，同时公司在钢材、原材料贸易中已形成一定的品牌知名度，且收入和利润不断提升；但中证鹏元也关注到，公司利润易受大宗商品价格波动的影响，且公司应收款项规模较大、杠杆水平较高、短期偿债压力加大、存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司主要从事贸易业务，目前已建立了稳定的采购分销网络，上下游合作方粘性高，预计业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	291.64	230.82	218.07	206.77
归母所有者权益	74.28	71.44	67.46	66.33
总债务	121.42	93.02	77.69	77.63
营业收入	577.15	875.07	673.18	622.48
净利润	3.60	4.88	2.65	1.70
经营活动现金流净额	-7.92	9.33	-1.38	14.55
销售毛利率	3.68%	3.10%	2.66%	3.01%
EBITDA 利润率	--	1.71%	1.06%	1.02%
总资产回报率	--	4.91%	3.17%	2.53%
资产负债率	74.09%	68.46%	68.48%	67.33%
净债务/EBITDA	--	5.63	8.61	8.70
EBITDA 利息保障倍数	--	4.76	3.23	2.46
总债务/总资本	70.60%	66.05%	63.98%	64.59%
FFO/净债务	--	7.13%	2.25%	-3.25%
速动比率	0.95	1.04	1.03	1.00
现金短期债务比	--	0.55	0.77	0.78

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司作为央企下属子公司，股东背景较强。**公司控股股东为中国五矿股份有限公司（以下简称“五矿股份”），实际控制人为中国五矿集团有限公司（以下简称“五矿集团”），五矿集团为世界 500 强、国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）“双百企业”。
- **公司建立了稳定的采购分销网络，上下游合作方粘性好，近年收入和利润持续提升。**依托股东背景优势，结合自身多年的发展，公司在钢材、铁矿石贸易中已形成一定的影响力和品牌优势，并建立了稳定的采购和分销网络。钢材贸易方面已形成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，原材料贸易方面已和矿山企业、钢铁、铁合金生产企业形成稳定的合作关系。受益于此，加之贸易品种价格的上涨，2019-2021 年公司营业收入规模不断扩大，净利润持续增加，EBITDA 利润率和总资产回报率保持增长。
- **公司融资渠道通畅，获取流动性资源的能力非常强。**公司近三年未出现影响融资的重大负面事件，且截至 2022 年 9 月末，公司尚未使用授信额度超 150 亿元，授信充沛、银企关系良好，同时公司作为央企下属上市公司，可通过定增、发债等方式直接融资。

关注

- **公司未来盈利或因大宗商品价格的波动而存在一定变动。**公司所处贸易行业毛利率较低，易受大宗商品价格周期性波动影响，钢材、铁矿石等大宗产品价格的波动将对公司盈利情况产生较大影响。
- **公司应收款项对资金形成占用，营运资金管理效率有待提升**。公司钢材贸易业务多采用赊销的结算方式，导致公司应收账款规模较大，2022 年 9 月末公司应收款项占总资产的比重超 40%，应收对象多为国企和央企，对营运资金形成占用，需关注部分应收款项的回收风险。
- **公司杠杆水平较高，短期偿债压力加大**。截至 2022 年 9 月末，公司资产负债率为 74.09%，水平较高；公司现金短期债务比持续下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度减弱。同时，FFO 对净债务的覆盖程度整体较弱，杠杆状况表现不佳。
- **公司存在一定的或有负债风险。**公司存在多起涉诉案件，部分已计提预计负债，面临一定的或有负债风险。同时，公司已就诉讼、仲裁计提了坏账准备，一定程度上影响了公司利润情况。

同业比较（单位：亿元）

指标	五矿发展	厦门象屿	物产中大	厦门国贸	浙商中拓
总资产	230.82	958.34	1,294.50	977.46	230.94
所有者权益	72.81	313.30	393.00	355.44	63.79
营业收入	875.07	4,625.16	5,619.92	4,647.56	1,782.70
净利润	4.88	27.20	57.66	37.64	10.05
销售毛利率（%）	3.10	2.19	2.51	1.72	1.58
资产负债率（%）	68.46	67.31	69.64	63.64	72.38

注：（1）厦门象屿为厦门象屿股份有限公司的简称、物产中大为物产中大集团股份有限公司的简称、厦门国贸为厦门国贸集团股份有限公司的简称、浙商中拓为浙商中拓集团股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2021 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	评分要素		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&经营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	2/5		盈利状况	中
	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+**

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
无	无	无	无	无	无

一、发行主体概况

公司由五矿集团（原名中国五金矿产进出口总公司）独家发起，于1997年5月21日登记注册，初始注册资本3亿元。1997年5月28日，公司在上海证券交易所上市，股票代码：600058.SH，首次公开发行股票7,500万股，注册资本变更为10.72亿元。2010年12月16日，经国务院国资委批准，五矿集团将其持有的公司670,604,922股（占总股本62.56%）作为出资投入五矿股份，2011年12月29日完成了过户登记手续，五矿股份成为公司的控股股东。截至2022年9月末，公司注册资本和实收资本均为10.72亿元，控股股东为五矿股份，实际控制人为五矿集团，最终控制方为国务院国资委，公司股权架构图详见附录二。

公司主要从事资源贸易、金属贸易、供应链服务三大类业务，经营范围涵盖钢铁及炉料（包括铁矿砂、生铁、废钢、焦炭等）、废船、非金属矿产品及其制品、建筑材料、耐火材料等商品的自营和代理进出口业务等。截至2022年9月末，公司纳入合并范围的一级子公司共11家（详见附录四）。

二、本期债券概况

债券名称：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）；

发行规模：注册总额不超过25亿元（含），拟采取分期发行，其中本期发行不超过10亿元（含）；

债券期限：本期债券分为两个品种，品种一基础期限为2年，以每2个计息年度为一个周期（“重新定价周期”），在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长2年），或选择在该重新定价周期末全额兑付本品种债券；品种二基础期限为3年，以每3个计息年度为一个周期（“重新定价周期”），在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该重新定价周期末全额兑付本品种债券；

品种间回拨选择权：本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司与簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%；

债券利率：固定利率，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率由公司与主承销商根据网下向专业投资者簿记建档的结果在预设区间范围内协商后确定，在基础期限内固定不变，其后每个续期周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点；

还本付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，本期债券采用单利计息，付息频率为按年付息；

续期选择权：本期债券分为两个品种，品种一以每2个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长2年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；品种二以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司将于本次约定的续期选择权行使日前至少30个交易日，披露续期选择权行使公告；

递延支付利息选择权：本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。公司决定递延支付利息的，将于付息日前10个交易日发布递延支付利息公告；

强制付息事件：付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本；

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司的其他普通债务；

赎回选择权：除下列情形外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。公司如果进行赎回，将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。

1、公司因税务政策变更进行赎回。公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

2、公司因会计准则变更进行赎回。根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7号）、《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会〔2017〕14号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过10亿元（含），拟将4亿元用于偿还有息债务，6亿元用于补充流动资金。根据本期债券发行时间和实际发行规模、募集资金到账时间、公司债务结构调整计划及其他资金使用需求等情况，公司未来可能调整用于偿还有息债务、补充流动资金等的具体金额。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济持续复苏，2022 年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求

2021 年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022 年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022 年 1-8 月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8 月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期 LPR 利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

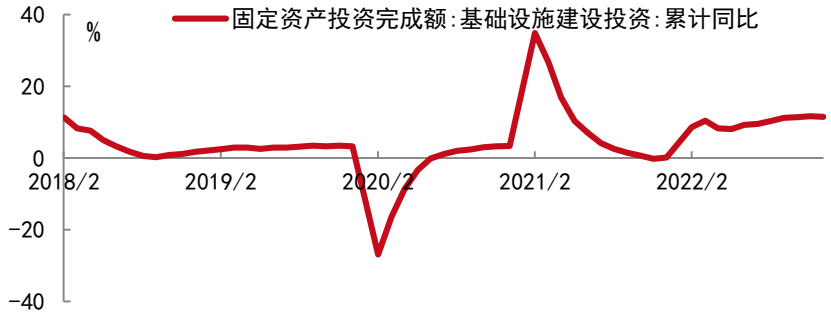
我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

行业环境

2022 年下半年我国基建用钢需求增长，但地产行业疲软、制造业需求收缩，钢材需求整体下行，预计中长期将处于峰值平台期

2022 年下半年基建发力“稳增长”，用钢需求增长。2022 年 7 月 28 日政治局会议明确下半年政策重心是扩内需，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。2022 年 8 月 16 日，李克强主持召开经济大省政府主要负责人座谈会，提出 6 个经济大省（广东、江苏、浙江、山东、河南、四川）要勇挑大梁，挖掘自身政策潜力保市场主体稳经济，稳定本地和外来务工人员就业。因此预计下半年“稳增长”发力，推动基建用钢需求继续回升。但需关注的是，基建平均用钢强度低于房地产，且基建政策导向为 5G 基站建设、特高压等新基建，其较传统基建对钢材边际需求减少，同时政策金融与增发专项债还将受到符合收益要求的储备项目不足从而制约基建投资规模。

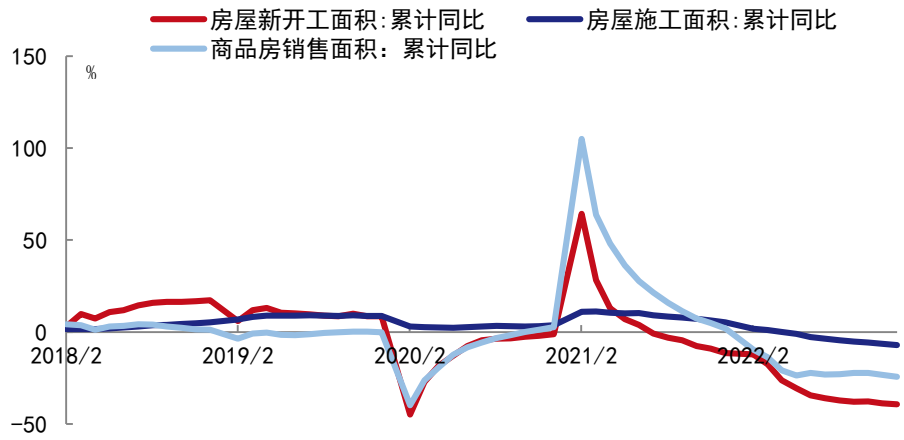
图1 2022 年基建投资增速呈上行趋势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022 年地产需求萎缩，拖累房建用钢需求。受居民收入、信心和预期弱化等因素影响，2022 年我国房地产市场需求大幅下降，商品房销售面积同比下降 24.3%，房屋新开工面积大幅下降 39.4%。针对 2022 年出现的项目停工、停贷风波，政治局会议明确要求压实地方责任，保交楼、稳民生，有助于恢复购房者信心、避免期房销售进一步恶化。虽房地产救市政策组合拳正逐步落地，但房住不炒的战略不变，仍不会作为刺激经济手段，且前期疫情导致居民就业和收入预期转降、房价只涨不跌预期打破等，重塑市场信心难度较大、时间较长，地产需求的萎缩拖累了房建用钢需求。

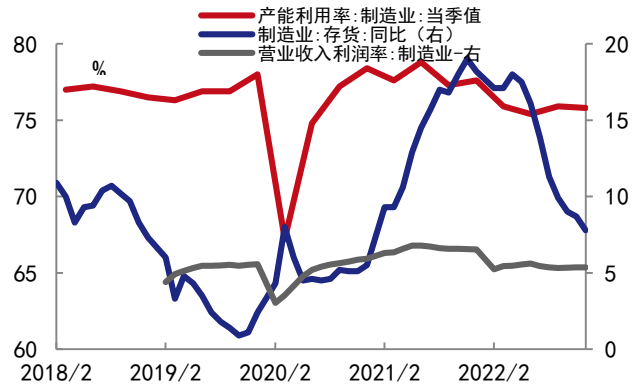
图2 2022年房地产行业开工、施工、销售均大幅走弱



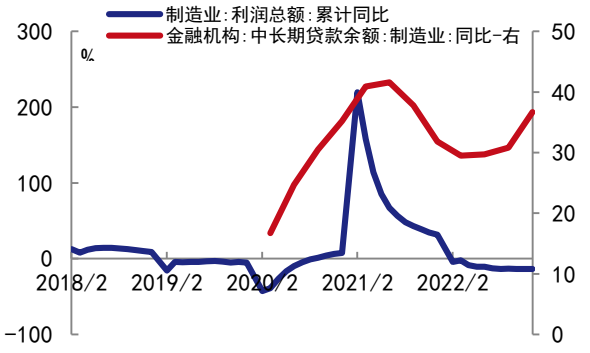
资料来源：Wind，中证鹏元整理

制造业投资支撑用钢需求，但需求收缩。2022年制造业固定资产投资增速达11.52%，制造业投资高增长主要得益于出口韧性和留抵退税改善企业现金流等。但2022年制造业利润总额同比下降13.40%，制造业库存持续增加，产能利用率持续下行，投资意愿减弱。同时，目前退税已基本完成、制造业中长期贷款余额增速下行等，投资能力减弱。因此，制造业投资仍将保持一定的增速，支撑用钢需求，但需求弱化。

图3 制造业投资预期和能力均弱化



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

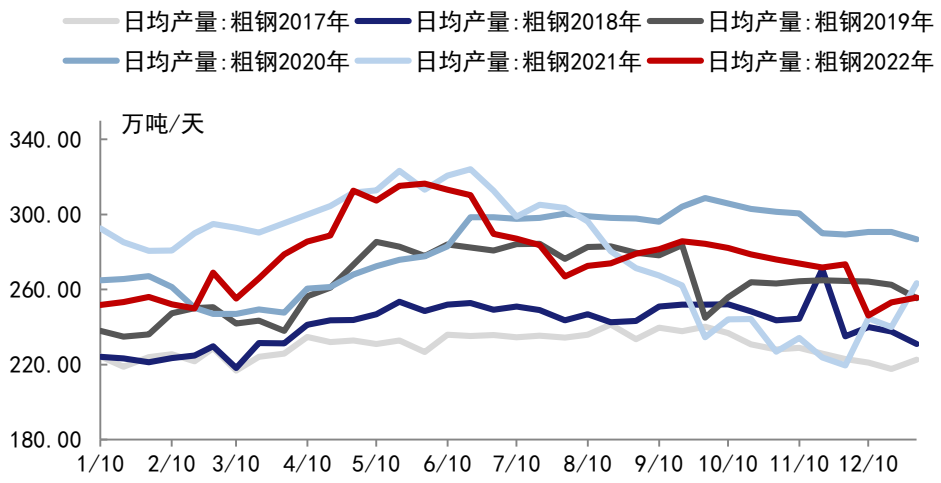
总的来看，2022年下半年基建用钢增量需求难以对冲房建用钢需求萎缩，且近期疫情多点散发、多点频发导致“金九银十”开局不利，钢材需求整体下行。但从中长期来看，2021年末我国常住人口城镇化率为64.72%，与发达国家水平存在一定差距，城市化推进将继续为房建需求提供支撑。国际经验表明产业结构转型下，大力发展战略性新兴产业，钢铁行业固定资产投资增速下降，而美国的强势工会及罢工运动推动钢铁行业生产和工资成本高企，成为行业重大负担，加速钢铁外迁，最终美国人均粗钢产量

明显下滑。日本在第三次产业转型时，大力发展微电子、新能源等高科技产业时，仍保持着制造大国和制造强国地位，汽车制造、半导体、电子等行业在20世纪80年代已处于世界领先水平，人均钢铁需求进入峰值平台期。而我国目前的产业政策导向为大力发展智能智造等高新技术产业，他山之石可以攻玉，预期我国粗钢产量走势可类比日本，亦将进入峰值平台期。

近年我国粗钢产量整体下行， 2022年下半年粗钢产量顺势压减，中长期控产量政策有望延续，有助于改善供需格局

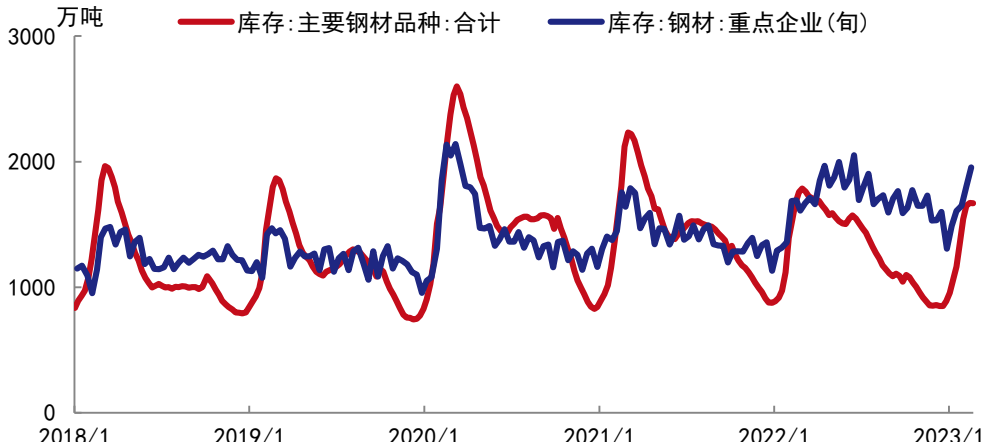
2022年下半年行业供给顺势压减。中央方面，2022年4月19日，国家发展改革委举行4月份新闻发布会，提出确保实现2022年全国粗钢产量同比下降。地方层面，根据公开信息，目前江苏、新疆、山东、唐山均发布去产能、减产量政策，其中江苏要求2022年所有钢铁企业原则上粗钢减量不低于5%，山东省要求粗钢产量不能超去年。2022年8月日均粗钢产量已降至2019年水平，主要原因是需求羸弱导致钢厂大面积且较长时间亏损，钢企主动减产、去库存。2022年下半年市场消费不足，需求难以提振，厂库已处于历史同期高位，去库存加速，且政策传导机制更为顺畅、企业行动一致性增强，钢企悲观情绪蔓延，延续自发性减产，供给整体进入下行通道。

图4 2022 年 8 月粗钢产量跌至 2019 年同期水平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 2022年钢材去库存加速



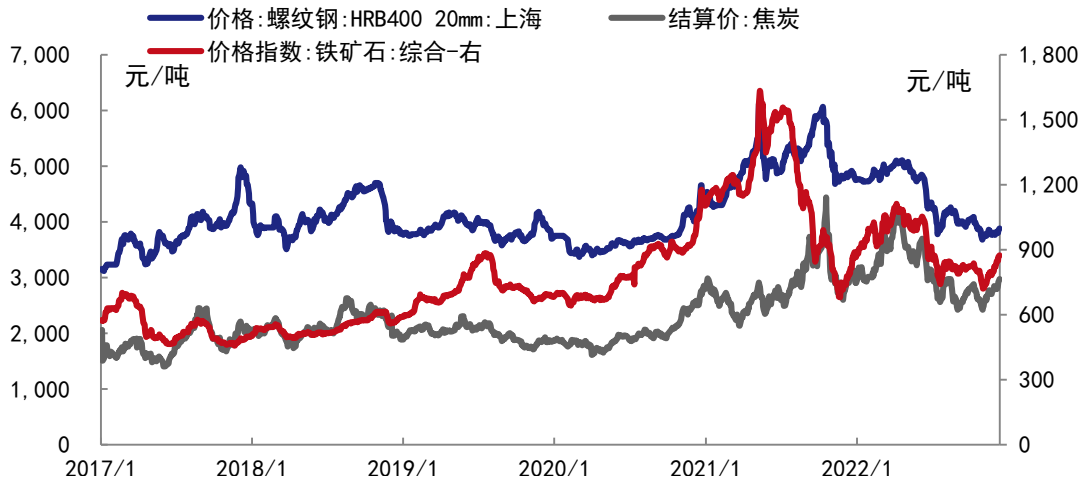
资料来源：Wind，中证鹏元整理

虽从中长期来看，钢铁行业产能过剩，但近年来推动钢铁行业发展的政策在持续出台并不断完善。基于上一轮去产能经验教训以及双碳目标，2021年钢铁行业化解过剩产能的政策抓手由去产能转为控产量，2021年底国家工信部发布《“十四五”原材料工业发展规划》，提出粗钢、水泥等重点原材料大宗产品产能只减不增。考虑到行业中长期需求进入峰值平台期，为平衡钢铁行业产业链利润分配、促进行业健康发展，控产量政策有望延续，有助于优化行业供需格局，但若政策阶段性放松，将对行业供需格局带来一定扰动。

2022年钢铁行业成本管控压力加大，盈利情况创近年新低

2022年仍将延续全球能源紧张局面，焦炭价格处于高位。但钢铁行业自发性减产导致炼焦煤需求下行，缺口于2022年6月由正转负，供应紧张局面大幅缓解，带动焦炭价格下行，且俄乌冲突背景下，俄煤对华出口量或将高位提升，蒙煤由于疫情影响减缓进口量同比回升，进口总量提升有助于缓解供需紧张局面，焦炭价格表现弱于成材。铁矿方面，2022年下半年铁矿供应宽松，一方面是四大矿山新产能投产放量集中于22H2，另一方面是我国作为铁矿石的全球最大买家，下半年粗钢产量环比回落使得铁矿石需求弱化，叠加海外流动性收紧及需求收缩，矿价偏弱，有助于改善钢企成本压力。

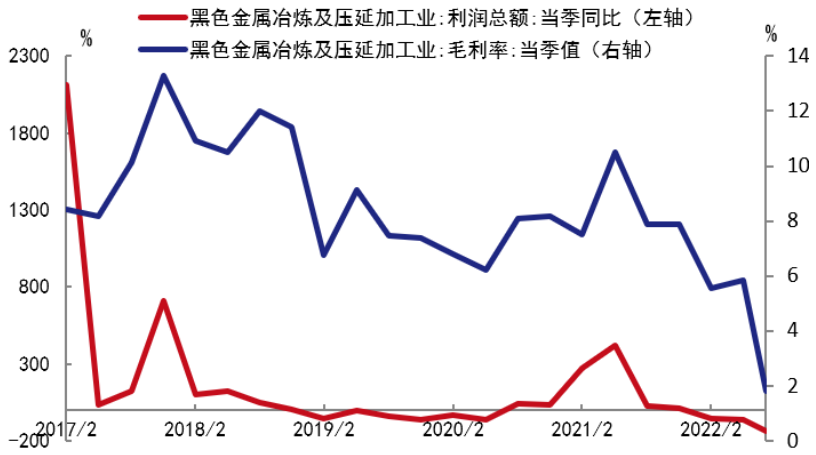
图6 2022年以来焦炭价格大涨加剧钢铁行业成本管控压力



资料来源：Wind，中证鹏元整理

钢价方面，2022年下半年“稳增长”独木难支，整体钢材需求下行使得钢价中枢下行，而行业顺势减产有助于改善供需格局。6-7月钢厂普遍亏损，主要原因是会计核算先进先出，强需求预期落空钢价下行叠加消化前期高价原材料。2022年下半年虽供需格局略有改善，但钢铁行业盈利情况尚未好转，毛利率水平已创新低。

图7 钢铁行业毛利率已创近年新低



资料来源：Wind，中证鹏元整理

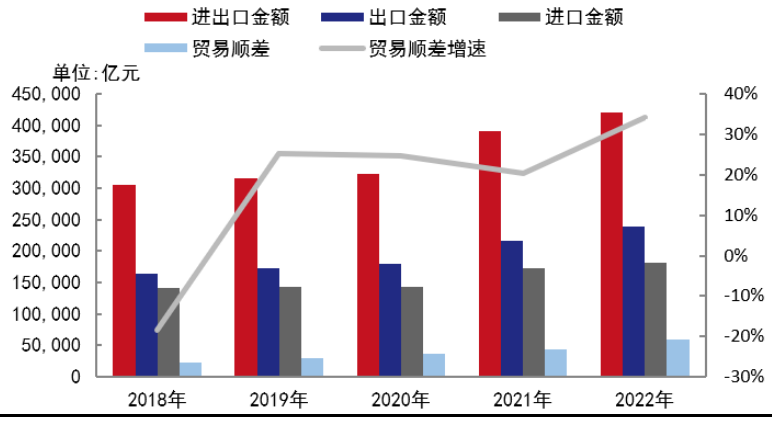
2022年以来钢铁行业集中度提升放缓。近年来随着行业兼并重组加速，钢铁行业集中度趋于提升，2021年国内钢铁行业集团CR10为46.4%、CR4为28.6%，较2018年CR10的为35.3%、CR4的20.5%明显改善，但距离政策要求、国际水平仍有较大差距。2022年1月工信部等三部委出台了《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，较2020年12月31日的征求意见稿相比，取消了“力争前5位钢铁企业产业集中度达到40%，前10位钢铁企业产业集中度达到60%”的量化指标，提出“产业集聚化发展

水平明显提升，钢铁产业集中度大幅提高”的目标。钢铁行业兼并重组事件在 2020-2021 年屡见不鲜，而 2022 年至今仅有鞍钢集团拟重组凌钢股份等零星并购，行业集中度提升放缓。

我国进出口贸易规模持续扩大，大宗商品价格的波动将对相关企业的利润产生影响

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 年叠加疫情影响，我国出口金额不断增加，贸易顺差增速均在 20%以上。

图8 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，主要系突发疫情所致。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9 我国大宗商品价格指数情况

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

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。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司经营方针和投资计划、审议批准董事会和监事会的报告等职权。董事会是公司的经营决策主体，对股东大会负责，依法行使召集股东大会并向股东大会报告工作、执行股东大会的决议、制定公司战略规划等职权。公司董事会由9名董事组成，设董事长1人，独立董事3人，董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核4个专门委员会。公司经理层对董事会负责，向董事会报告工作，公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司设监事会，由5名监事组成，其中2名职工监事，设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。

公司现任董事长朱海涛曾任中冶集团资产管理有限公司党总支书记、执行董事、总经理，五矿资产经营管理公司党委书记、董事长、总经理；现任总经理魏涛曾任五矿海外贸易有限公司总经理兼五矿企荣有限公司总经理，董事长和总经理管理经验丰富。截至2021年末，公司合并范围内在职员工数量合计3,177人，本科以上人员占比55.02%。同时，公司坚持“以岗定薪、因能差异、按绩取酬”的薪酬理念，为调动员工工作积极性提供了支撑。

从未来发展来看，公司在“十四五”期间将以客户需求为牵引，集约整合钢铁产业上下游资源，重塑原料集成供应、终端钢材配供、供应链综合服务业务体系。但由于公司所处行业受多种因素的影响，仍可能面对汇率波动、信用交易违约、工程配供业务、产品价格、金融衍生业务、公共仓库仓储等风险。

六、经营与竞争

依托五矿集团的背景优势，结合自身多年的发展，公司在钢材和铁矿石贸易中已具备了一定的影响力和品牌优势，并建立了稳定的采购和分销网络

公司主要从事钢材贸易、原材料贸易和物流服务等业务，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2021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4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。

公司实际控制人五矿集团位列世界500强第65位，在2021年中国500强排名第172位，是国务院国资委的“双百企业”。在五矿集团的背景优势下，公司在钢材和铁矿石贸易行业中具备一定的影响力和品牌优势，业务范围覆盖钢铁流通领域全产业链，同时建有较完善的业务风险管理体系，不断提升全链条

的服务能力。

近年公司95%以上的收入来自钢材和原材料贸易业务。在国内宏观经济运行总体平稳的背景下，依托五矿集团的产业链优势及公司自身业务的发展，2019-2020年公司钢材和原材料销量整体增加，经营规模有所扩大，营业收入持续增长，毛利率水平保持稳定。但2022年1-9月受钢材、铁矿石等产品价格下行、钢材市场需求端疲软等因素的影响，公司贸易收入下降较多，当期营业收入同比下滑。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-9 月			2021 年			2020 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
贸易	551.14	95.49%	3.35%	844.39	96.49%	2.75%	653.63	97.10%	2.22%	586.95	94.29%	2.64%
钢材贸易	332.33	57.58%	3.00%	489.37	55.92%	3.88%	353.2	52.47%	4.15%	299.37	48.09%	3.79%
原材料贸易	218.81	37.91%	3.88%	355.02	40.57%	1.19%	300.43	44.63%	-0.05%	287.58	46.20%	1.44%
物流服务	29.1	5.04%	5.62%	32.42	3.70%	6.60%	25.12	3.73%	8.09%	21.18	3.40%	9.50%
冶炼加工	6.72	1.16%	2.76%	4.78	0.55%	6.93%	12.31	1.83%	2.26%	13.14	2.11%	2.97%
招投标	0.69	0.12%	79.20%	0.89	0.10%	73.28%	0.84	0.12%	67.72%	0.81	0.13%	71.92%
其他	0.95	0.16%	50.93%	0.5	0.06%	100.00%	0.49	0.07%	90.86%	0.42	0.07%	90.38%
减：行业间交易抵消	11.45	1.98%	-	8.68	0.99%	-	19.43	2.89%	-	0.31	0.05%	-
合计	**577.15**	**100.00%**	**3.68%**	**875.07**	**100.00%**	**3.10%**	**673.18**	**100.00%**	**2.66%**	**622.48**	**100.00%**	**3.01%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司钢材业务贸易经营量在全国排名靠前，近年钢材贸易业务规模持续扩大，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，但销售端多采用赊销结算方式，营运资金管理效率表现一般

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，公司已形成以建筑央企和大型国企为核心客户的全国性工程配供体系，2019-2021年公司实现工程配送量分别约为450万吨、600万吨、637万吨，近年保持增长。2022年1-9月，受疫情及房地产市场低迷等因素的影响，钢材需求量减少，当期实现钢材经营量约740万吨，同比有所下降。除工程终端外，公司大力开发制造业终端配送市场，锚定船舶、汽车、家电、电气、机械等行业知名企业，制造业终端业务占钢铁业务比重有所提升；公司还开展现货自营业务，通过使用期货工具对冲现货业务风险，实现了现货销售业务稳定经营。

依托公司实际控制人五矿集团的优势，公司钢材业务贸易经营量在全国排名靠前。2019-2021年公司钢材贸易销量规模持续增长，2021年全年规模为1,081.00万吨，钢材贸易收入同步增长，毛利率水平基本稳定。2022年1-9月，受疫情反复和房地产市场不景气等因素影响，钢材销量表现不佳，钢材贸易收入同比下滑，同时受钢材价格下降的影响，钢材贸易业务毛利率有所下降。

表2 公司钢材贸易销量情况（单位：万吨）

贸易品种	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
钢材	740.00	1,081.00	933.00	701.50

资料来源：公司提供

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。近年前五大客户销售金额占营业收入的比重在20%左右，2019-2021年前五大客户中关联方客户销售金额占钢材业务收入之比分别为8.26%、9.24%、5.66%。

表3 公司钢材贸易业务前五大客户情况（单位：亿元）

年度	客户名称	销售金额	销售金额占钢材贸易收入的比重	主要产品	是否关联方
2021年	客户一	31.91	6.52%	钢材	否
	客户二	27.69	5.66%	钢材	是
	客户三	16.87	3.45%	钢材	否
	客户四	13.09	2.67%	钢材	否
	客户五	12.17	2.49%	钢材	否
	合计	**101.74**	**20.79%**	-	-
2020年	客户一	24.71	6.99%	钢材	否
	客户二	20.49	5.80%	钢材	是
	客户三	12.13	3.44%	钢材	是
	客户四	11.62	3.29%	钢材	否
	客户五	6.75	1.91%	钢材	否
	合计	**75.71**	**21.43%**	-	-
2019年	客户一	17.25	5.76%	钢材	是
	客户二	14.06	4.70%	钢材	否
	客户三	10.28	3.43%	钢材	否
	客户四	9.10	3.04%	钢材	否
	客户五	7.49	2.50%	钢材	是
	合计	**58.18**	**19.43%**	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏整理

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。

表4 公司钢材贸易业务前五大供应商情况（单位：亿元）

年度	供应商名称	采购金额	采购金额占钢材贸易成本的比重	主要产品	是否关联方
2021年	供应商一	38.82	8.25%	钢材	否
	供应商二	20.42	4.34%	钢材	否
	供应商三	15.97	3.40%	钢材	否
	供应商四	12.12	2.58%	钢材	否
	供应商五	9.33	1.98%	钢材	否
	合计	**96.66**	**20.55%**	-	-
2020年	供应商一	14.49	4.28%	钢材	否
	供应商二	14.42	4.26%	钢材	否
	供应商三	12.20	3.60%	钢材	否
	供应商四	9.67	2.86%	钢材	否
	供应商五	8.74	2.58%	钢材	否
	合计	**59.51**	**17.58%**	-	-
2019年	供应商一	10.55	3.66%	钢材	否
	供应商二	9.66	3.35%	钢材	否
	供应商三	6.59	2.29%	钢材	否
	供应商四	6.49	2.25%	钢材	否
	供应商五	6.32	2.19%	钢材	否
	合计	**39.62**	**13.75%**	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏整理

公司原材料贸易规模存在波动，但受益于煤钢联动等运营形式，该业务主要客户和供应商粘性较好；2022年1-9月因原材料价格的上涨，毛利率增长较多，但仍需关注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。截至2022年6月末，公司铁矿业务在手长协442万吨、铬矿业务签订长协数量约60万吨，煤炭业务签订长协数量约20万吨。

从结算方式来看，按照交易惯例，采购端，与国外铁矿矿山签订长协或采购港口现货，向铁合金生产企业、煤炭生产企业、焦化企业预付货款采购或货到后付款；销售端，铁矿石、焦炭、煤炭、铬矿、锰矿等冶金原材料销售主要采取现销方式，多为先款后货结算，根据合同规定全额预收货款后发货；铁合金产品、金属电解锰销售主要采取赊销方式或签订年度长协及一单一议定价订单。

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，随着铁矿石价格的上涨，公司

加快销售节奏和存货周转，并利用期货工具对冲风险，近年铁矿石销量逐年提升；煤炭业务销售量存在波动，但公司不断加大煤炭客户开发力度，2021年首次向首钢集团开展煤炭供应业务；焦炭业务出口量较大，2020-2021年销量保持平稳；铬系商品包括铬矿和铬合金，整体销量随着市场需求的变化有所变动；锰系商品包括锰矿和锰合金，近年开发了建龙钢铁、河钢集团等大型优质钢厂客户，但受客户需求影响，近年锰矿销量存在波动。

表5 公司主要原材料贸易销量情况（单位：万吨）

贸易品种	2022 年 1-9 月	2021 年	2020 年	2019 年
铁矿石	1,599.00	2,751.00	2,742.42	1,908.02
煤炭	351.00	491.00	403.61	572.78
焦炭	85.00	105.00	106.71	72.09
铬矿	119.00	150.00	171.02	152.84
铁合金	--	89.84	109.41	105.18
锰矿	78.00	115.91	143.76	129.72

资料来源：公司提供

近年公司原材料贸易业务前五大客户占比持续提升，钢厂等客户的销售金额持续排名靠前，主要客户保持稳定。

表6 公司原材料贸易业务前五大客户情况（单位：亿元）

年度	客户名称	销售金额	销售金额占原材料贸易收入的比重	主要产品	是否关联方
2021年	客户一	35.93	10.12%	煤炭、焦炭	否
	客户二	25.01	7.04%	铁矿石	否
	客户三	22.91	6.45%	铁合金	否
	客户四	16.51	4.65%	铁矿石	否
	客户五	9.57	2.70%	铁合金	否
	合计	**109.94**	**30.97%**	-	-
2020年	客户一	15.55	5.18%	煤炭、焦炭	否
	客户二	15.27	5.08%	铁矿石	否
	客户三	14.72	4.90%	铁矿石	否
	客户四	11.78	3.92%	铁合金	否
	客户五	6.01	2.00%	焦炭	否
	合计	**63.33**	**21.08%**	-	-
2019年	客户一	13.76	4.78%	铁矿石	否
	客户二	12.55	4.36%	铁合金	否
	客户三	8.28	2.88%	铁矿石	否
	客户四	7.72	2.68%	铁矿石、铁合金	否
	客户五	7.28	2.53%	铁合金	否
	合计	**49.59**	**17.24%**	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。

表7 公司原材料贸易业务前五大供应商情况（单位：亿元）

年度	供应商名称	采购金额	采购金额占原材料贸易成本的比重	主要产品	是否关联方
2021年	供应商一	115.83	33.02%	铁矿石、铬矿等	是
	供应商二	34.04	9.70%	铁合金	否
	供应商三	12.84	3.66%	锰矿、铬矿等	是
	供应商四	10.63	3.03%	焦炭	否
	供应商五	9.10	2.59%	煤炭	否
	合计	**182.44**	**52.01%**	-	-
2020年	供应商一	107.54	35.78%	铁矿石、锰矿、铬矿等	是
	供应商二	25.74	8.56%	铁合金	否
	供应商三	15.99	5.32%	铁矿石	否
	供应商四	12.83	4.27%	铁合金	是
	供应商五	9.55	3.18%	煤炭	否
	合计	**171.65**	**57.10%**	-	-
2019年	供应商一	51.19	18.06%	铁矿石、锰矿、铬矿等	是
	供应商二	33.29	11.75%	铁合金	否
	供应商三	32.05	11.31%	铁矿石、锰矿等	是
	供应商四	18.19	6.42%	铁矿石、铬矿、锰矿等	是
	供应商五	13.22	4.67%	煤炭	否
	合计	**147.94**	**52.20%**	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物流业务发展较好，是公司收入和利润的重要补充

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。公司已在在山东、江苏、广西、河北、广东等地新发展6个数码加盟库，无锡物流园、东莞物流园、上海物流园服务能力不断提升，2019-2021年公司实现加工量分别为98万吨、100万吨、125万吨，吞吐量分别为568万吨、581万吨、781万吨；2022年1-9月，实现加工量约67万吨，实现吞吐量约603万吨，同比增长8%。

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。2020-2021年及2022年1-9月，公司物流服务总量分别约为1.15亿吨、1.25亿吨、0.99亿吨。此外，公司在数字化转型方面加快龙腾云创产业互联网平台项目建设，打造专业的仓储加工运营平台龙腾云仓、多式联运智慧网络物流服务平台龙腾联运、第三方供应链综合服务平台龙腾

云商、招标代理和保险经纪特色增值服务平台龙腾商务和产业互联网建设技术服务平台龙腾技术五大业务板块。2019-2021年公司实现物流业务收入持续增加，毛利率水平相对较高，对公司收入和盈利形成贡献。

公司冶炼加工业务主要由子公司五矿（湖南）铁合金有限责任公司（以下简称“湖南铁合金”）负责，由于管理成本较高，近年湖南铁合金表现亏损，但整体毛利水平保持增长。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，该项业务毛利率水平较高。2022年1-9月，公司招标业务累计实现委托额179亿元，同比增长31%，实现招标额159亿元，同比增长28%。

七、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2019-2021年审计报告及2022年1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新增设立五矿龙腾创新科技（北京）有限责任公司、处置五矿集团南方有限责任公司；2020-2021年和2022年1-9月，公司合并报表范围内一级子公司未发生变化。

表8 公司合并报表范围内一级子公司变动情况

年份	子公司名称	新纳入/不再纳入合并范围原因
2022 年 1-9 月	无变化	-
2021 年	无变化	-
2020 年	无变化	-
2019 年	五矿龙腾创新科技（北京）有限责任公司	投资设立
	五矿集团南方有限责任公司	出售

资料来源：公司 2019-2021 年年报及公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

受益于贸易业务的快速发展，近年公司资产规模持续扩大，但因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，同时由贸易产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

随着经营规模的扩大，近年公司总资产持续增长；资产构成以流动资产为主，近年流动资产占总资产的比重均在80%以上。

近年公司货币资金规模占总资产的比重在7%-13%之间，2022年9月末公司货币资金余额为28.88亿元，包括受限货币资金3.67亿元。

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，随着钢材贸易业务规模的扩

大，近年应收账款规模持续增加，公司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、中建三局集团有限公司、中建八局第三建设有限公司、中国十七冶集团有限公司、中国五冶集团有限公司等，虽应收央企国企的资金较有保障，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。受煤钢联动等业务开展形式的影响，近年公司预付款项存在波动。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，随着贸易业务量的增加，存货规模不断提升，近年存货占总资产的比重均在18%以上，但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，导致公司固定资产规模近年有所下降。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 9 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.88	9.90%	28.52	12.36%	16.19	7.43%	21.66	10.48%
应收账款	96.52	33.09%	72.26	31.31%	58.98	27.04%	55.03	26.62%
预付款项	41.06	14.08%	26.41	11.44%	30.81	14.13%	29.20	14.12%
其他应收款	18.73	6.42%	15.02	6.51%	13.01	5.97%	6.56	3.17%
存货	56.90	19.51%	43.06	18.65%	40.00	18.34%	38.70	18.72%
流动资产合计	**258.21**	**88.54%**	**197.50**	**85.56%**	**183.44**	**84.12%**	**173.30**	**83.81%**
固定资产	9.28	3.18%	9.79	4.24%	10.31	4.73%	12.08	5.84%
非流动资产合计	**33.43**	**11.46%**	**33.32**	**14.44%**	**34.63**	**15.88%**	**33.47**	**16.19%**
资产总计	**291.64**	**100.00%**	**230.82**	**100.00%**	**218.07**	**100.00%**	**206.77**	**100.00%**

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

受限资产方面，截至2022年9月末，公司受限资产合计5.21亿元，占当期末总资产的1.79%，包括受限货币资金3.67亿元、应收票据0.99亿元、固定资产0.40亿元、无形资产0.06亿元、应收账款0.08亿元。

整体来看，公司总资产规模持续扩大，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。

盈利能力

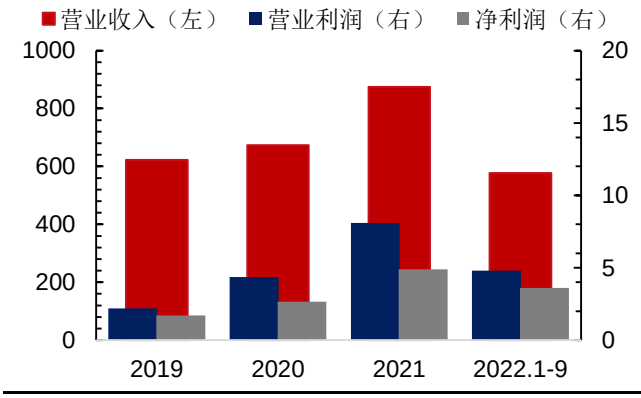
因钢材、铁矿石等价格的上涨，近年公司营业收入规模持续扩大，盈利能力不断增强，但公司未来盈利将随着大宗商品价格的波动而有所变动

近年公司钢材和原材料贸易规模持续扩大，营业收入不断上升，2019-2021年公司营业收入同比增

速分别为11.85%、8.03%和29.99%，其中2021年增速较高，主要系钢材、铁矿石等大宗商品价格上涨的行情下，公司主动扩大经营规模，带动营业收入的快速增长。2022年1-9月，受疫情反复、房地产市场不景气等因素的影响，国内钢材市场需求下降，公司钢材贸易收入明显下滑，当期公司营业收入同比有所下降。

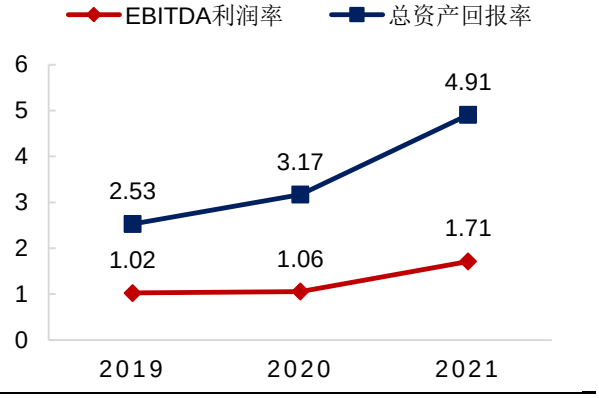
从利润情况来看，由于贸易行业毛利率普遍较低，相对于收入规模，公司利润规模较小。随着公司钢材、铁矿石等主要产品价格的上涨，2019-2021年公司利润规模持续增加，EBITDA利润率和总资产回报率不断上升，公司盈利能力有所增强。2022年1-9月，受益于铁矿石等原材料价格的上涨，公司利润规模同比增加。需要注意的是，公司盈利易受钢材、铁矿石等大宗商品价格变动的影响，未来盈利或存在波动。

图10 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流存在波动，为满足贸易业务的资金需求，未来将更多依赖筹资活动

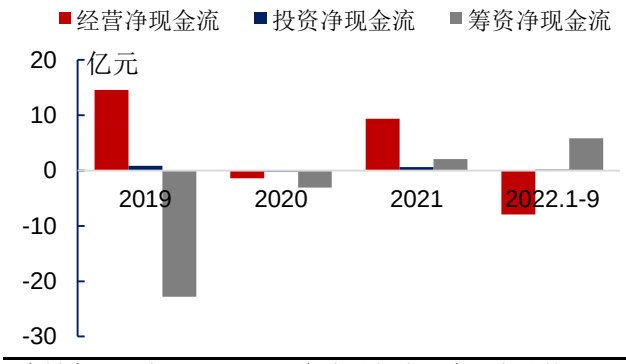
受益于收入和利润的增加，近年公司EBITDA和FFO持续增长，但经营性现金流波动较大。2019年公司经营净现金流入规模相对较大，主要系公司优化采销收付款节奏，并加大销售款催款进度所致；2020年公司经营净现金流由净流入转为净流出，主要系疫情影响下销售回款不及预期；2021年公司经营收入大幅增长，且采购端付款以票据方式结算量增加，导致经营净现金流由负转正。2022年1-9月，公司下游客户流动性偏紧，贸易业务销售端预收货款及保证金同比下降，同时下游工程建设用钢客户回款节奏滞后于采购付款，当期经营净现金流出规模较大。

由于公司主要从事贸易业务，无大额资本支出需求，投资活动主要涉及被投资企业分红和物流园工程建设支出等，规模较小。

筹资活动方面，2019-2020年公司偿还债务支付的现金规模较大，筹资净现金流持续净流出；2021

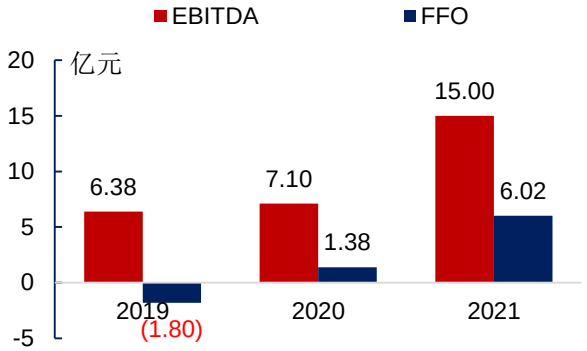
年受大宗商品价格上涨的影响，公司采购端资金需求增加，银行借款规模扩大，筹资活动现金流转为净流入；2022年1-9月，受经营活动现金净流出规模较大的影响，公司减少了债务支付的现金支出，当期筹资活动现金净流入规模扩大。由于公司贸易业务规模较大，业务开展过程中或存在较大的短期资金需求，未来将更多依赖筹资活动。

图12 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图13 公司 EBITDA 和 FFO 情况



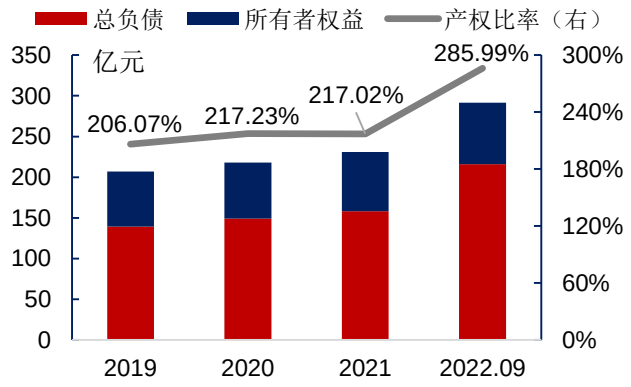
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

为满足贸易业务发展需要，公司融资规模不断扩大，总债务规模持续增加，短期偿债压力加大

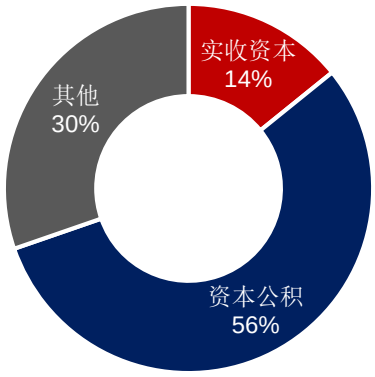
受之前年度大额亏损的影响，近年公司未分配利润持续为负，随着利润表现的逐年好转，所有者权益有所提升，但仍大幅低于总负债规模，近年公司产权比率均在200%以上，所有者权益均不能覆盖总负债规模。从所有者权益构成来看，由于公司为A股上市公司，股本溢价规模较大，资本公积为公司所有者权益的最主要构成。

图14 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图15 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要由流动负债构成，近年流动负债占总负债的比重均在93%以上。

为满足贸易业务的周转资金需求，公司短期借款规模相对较大，其中2022年9月末短期借款较2021年末增长较多，主要系公司为满足采购端的资金需求，增加了短期借款融资。由于公司贸易经营规模不断扩大，以票据结算的采购订单持续增加，导致公司应付票据规模增长较快。公司应付账款主要系应付货款等，因不同商品付款周期的不同而存在波动。公司其他应付款主要系代收代付款和资金拆借等款项，近年规模持续增加，2022年9月末公司其他应付款较2021年末增加较多，主要系公司从关联方拆入资金增加所致。公司一年内到期的非流动负债规模较小，主要由一年内到期的长期借款和租赁负债等构成。公司长期借款规模相对较小，由于一年内到期的长期借款转入了一年内到期的非流动负债科目，2022年9月末长期借款余额降至0.41亿元。

此外，2017年公司发行永续债25.00亿元，由交银国信设立“交银国信•五矿交银结构调整基金信托计划”，并通过信托计划项下的信托资金向公司进行永续债权投资，金额为不超过25.00亿元，投资期限为无固定期限，五矿集团认购该信托计划基金份额2.50亿元。虽该笔永续债权投资为无固定期限永续债，但若发生约定的强制付息事件，公司或将承担偿付义务。

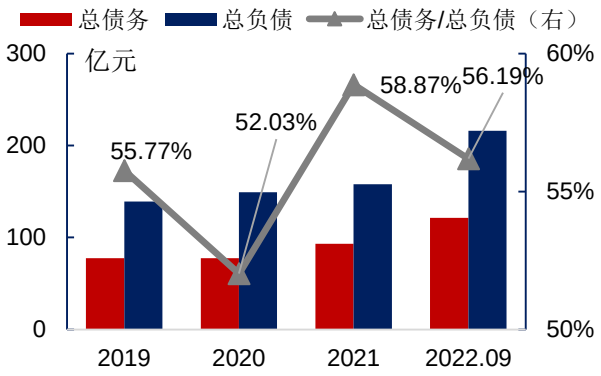
表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 9 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	35.90	16.61%	28.49	18.03%	26.42	17.69%	33.50	24.06%
应付票据	53.95	24.96%	33.37	21.12%	20.65	13.83%	18.35	13.18%
应付账款	36.96	17.10%	32.71	20.70%	38.85	26.02%	42.43	30.48%
合同负债	31.93	14.78%	16.66	10.55%	19.38	12.98%	0.00	0.00%
其他应付款	39.48	18.27%	28.59	18.09%	23.85	15.97%	16.28	11.70%
一年内到期的非流动负债	5.64	2.61%	0.52	0.33%	0.19	0.13%	0.17	0.12%
流动负债合计	**210.84**	**97.57%**	**147.86**	**93.58%**	**139.90**	**93.68%**	**134.97**	**96.95%**
长期借款	0.41	0.19%	5.26	3.33%	5.44	3.64%	0.62	0.45%
非流动负债合计	**5.25**	**2.43%**	**10.15**	**6.42%**	**9.43**	**6.32%**	**4.24**	**3.05%**
负债合计	**216.09**	**100.00%**	**158.01**	**100.00%**	**149.33**	**100.00%**	**139.21**	**100.00%**

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

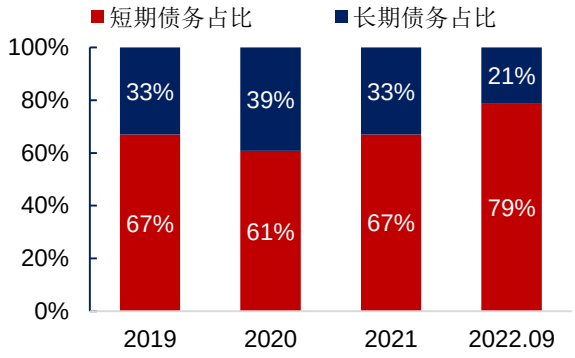
近年公司总债务规模整体扩大，总债务占总负债的比重呈上升态势。债务结构方面，由于贸易业务短期资金需求规模较大，公司短期债务占比较高，2022年9月末，短期债务占总债务的比重为78.64%，债务结构有待优化。

图16 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图17 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2019-2021年公司资产负债率水平保持稳定，由于负债规模的扩大，2022年9月末公司资产负债率增至74.09%，因行业特性导致水平较高。受益于收入和利润的增加，2019-2021年公司净债务/EBITDA有所下降，EBITDA利息保障倍数持续提升，同时FFO与净债务之比也不断上升，公司利润和现金流对债务的覆盖能力增强。但由于总债务规模的扩大，总债务与总资本的比重整体增加，考虑到本期债券成功发行及未来为支撑贸易业务发展而进行的筹资增加，公司杠杆水平或进一步提升。

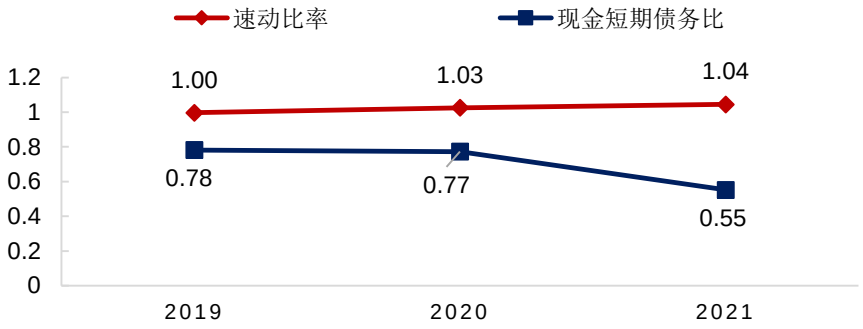
表11 公司杠杆状况指标

指标名称	2022 年 9 月	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	74.09%	68.46%	68.48%	67.33%
净债务/EBITDA	--	5.63	8.61	8.70
EBITDA 利息保障倍数	--	4.76	3.23	2.46
总债务/总资本	70.60%	66.05%	63.98%	64.59%
FFO/净债务	--	7.13%	2.25%	-3.25%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司速动比率较为平稳，基本维持在1左右；现金短期债务比因短期借款的增加而有所下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度趋弱，公司短期偿债压力加大。公司隶属五矿集团，在其下属财务公司中融资便利，且截至2022年9月末公司尚未使用授信额度超150亿元，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18 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

公司主要从事贸易业务，不属于政府环境保护部门公布的重点排污单位，不存在因环境因素而受到行政处罚的情形。公司在日常办公和经营活动中，自觉遵守国家环保相关法律法规，自觉履行国有企业的使命担当。公司与下属企业签订年度环保目标责任状，逐级明确落实生态环境保护责任。同时，公司指导下属企业按照要求制定突发环境应急预案，2021年公司累计组织开展各类型生态环境保护应急演练5次。

公司作为国有企业，经营过程中严格遵守法律法规，积极履行社会责任，不存在违规经营风险及因产品质量与安全问题受到处罚的情形。公司重视员工权益保护，不存在拖欠员工工资和社保、工作环境严重影响员工健康以及发生员工安全事故等情形，公司坚持“以人为本”的理念，除了依法足额缴纳五险一金外，还为员工建立了补充医疗保险、企业年金、人身意外险等补充保险项。

公司严格按照法律法规及相关监管要求，维护投资者知情权、保障股东权益。公司建立了完善的经营管理体系（详情见第五部分），信息披露合法合规，过去一年公司未发生重大风险事件和因不合规而被处罚的情形。

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，公司本部（报告查询日为2023年1月6日）、五矿钢铁（报告查询日为2023年1月3日）、中国矿产（报告查询日2023年1月4日）均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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年2月21日，公司存在以下主要案件，存在一定的或有负债风险。截至2022年末，公司已按照会计政策及相关会计准则的规定对上述案件累计计提损失5.68亿元，其中2022年度计提损失1,425万元。

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，目前该案尚在上诉期内，拟提请二审上诉。截至2023年2月21日，重审二审中。

此外，公司还存在以下主要案件：1、沈阳新松机器人自动化股份有限公司与五矿长春新港钢材加工有限公司（以下简称“五矿长春”）合同纠纷案，五矿长春作为被诉方被要求支付货款、违约金及利息，涉案金额4,044万元，一审、二审判决中五矿长春败诉，已申请再审，目前再审中。2、南通耀扬建筑工程有限公司诉五矿无锡物流园有限公司案件，涉案金额5,154万元，重审一审判决中五矿无锡物流园有限公司败诉，目前已上诉。

九、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，近年收入规模持续扩大，经营性现金流整体表现较好，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。2019-2021年公司营业收入占控股股东营业收入的比重平均为25.69%，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。

十、抗风险能力分析

公司主要从事钢材和原材料贸易业务，钢材、铁矿石等大宗商品的价格的波动将对公司利润情况产生较大影响。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，受宏观经济形势下行及房地产市场不景气的影响，近年应收账款回收情况不及预期，对公司营运资金形成占用。同时，公司资产负债率水平较高，且随着短期借款的增加，现金类资产对短期债务的覆盖程度减弱，短期偿债压力加大。

但由于公司为央企下属上市公司，控股股东为五矿股份，实际控制人为五矿集团，较强的股东背景对公司业务发展形成了较好支撑。公司自身情况来看，近年经营规模的扩大及大宗商品价格的上涨，带动营收的增加及盈利能力的增强。此外，公司授信充沛，且作为A股上市公司，获取流动性资源的能力非常强。整体来看，公司抗风险能力较强。

十一、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司日常经营形成的营业收入和现金流是本期债券还本付息资金的主要来源。2019-2021年公司实现营业收入分别为622.48亿元、673.18亿元和875.07亿元，规模较大且持续增长；同时公司作为央企下属上市公司，融资渠道通畅。但我们也关注到，公司近年经营性现金净流入规模存在波动，钢铁贸易业务形成的应收账款对营运资金形成占用，2022年1-9月受疫情反复和房地产市场行情低迷的影响，收入同比下降较多等风险情况。

十二、结论

综上，中证鹏元评定五矿发展主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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）	2022 年 9 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	28.88	28.52	16.19	21.66
应收账款	96.52	72.26	58.98	55.03
预付款项	41.06	26.41	30.81	29.20
其他应收款	18.73	15.02	13.01	6.56
存货	56.90	43.06	40.00	38.70
流动资产合计	258.21	197.50	183.44	173.30
非流动资产合计	33.43	33.32	34.63	33.47
资产总计	291.64	230.82	218.07	206.77
短期借款	35.90	28.49	26.42	33.50
应付票据	53.95	33.37	20.65	18.35
应付账款	36.96	32.71	38.85	42.43
合同负债	31.93	16.66	19.38	0.00
其他应付款（合计）	39.48	28.59	23.85	16.28
一年内到期的非流动负债	5.64	0.52	0.19	0.17
流动负债合计	210.84	147.86	139.90	134.97
长期借款	0.41	5.26	5.44	0.62
非流动负债合计	5.25	10.15	9.43	4.24
负债合计	216.09	158.01	149.33	139.21
总债务	121.42	93.02	77.69	77.63
归属于母公司的所有者权益	74.28	71.44	67.46	66.33
营业收入	577.15	875.07	673.18	622.48
营业利润	4.80	8.10	4.37	2.19
净利润	3.60	4.88	2.65	1.70
经营活动产生的现金流量净额	-7.92	9.33	-1.38	14.55
投资活动产生的现金流量净额	0.13	0.61	-0.18	0.86
筹资活动产生的现金流量净额	5.85	2.08	-3.06	-22.79
财务指标	**2022 年 9 月**	**2021 年**	**2020 年**	**2019 年**
销售毛利率	3.68%	3.10%	2.66%	3.01%
EBITDA 利润率	--	1.71%	1.06%	1.02%
总资产回报率	--	4.91%	3.17%	2.53%
资产负债率	74.09%	68.46%	68.48%	67.33%
净债务/EBITDA	--	5.63	8.61	8.70
EBITDA 利息保障倍数	--	4.76	3.23	2.46
总债务/总资本	70.60%	66.05%	63.98%	64.59%
FFO/净债务	--	7.13%	2.25%	-3.25%
速动比率	0.95	1.04	1.03	1.00

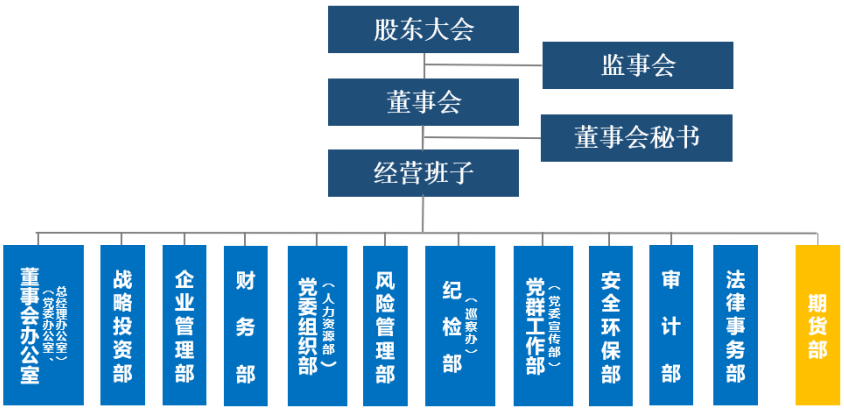
现金短期债务比	--	0.55	0.77	0.78

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 9 月末）

资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 9 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（%）	业务性质	取得方式
五矿钢铁有限责任公司	90,000.00	100.00	贸易	投资设立
中国矿产有限责任公司	90,000.00	100.00	贸易	投资设立
五矿贸易有限责任公司	10,000.00	100.00	贸易	投资设立
五矿物流集团有限公司	60,000.00	100.00	运输代理	投资设立
五矿物流（上海）有限公司	12,000.00	100.00	仓储服务	投资设立
五矿国际招标有限责任公司	3,000.00	100.00	招标	投资设立
五矿（湖南）铁合金有限责任公司	28,638.00	79.3016	生产加工	投资设立
五矿东方贸易进出口有限责任公司	1,352.52	80.00	贸易	投资设立
五矿浙江国际贸易有限公司	500.00	100.00	贸易	同一控制下企业合并
五矿宁波进出口有限公司	3,851.00	100.00	贸易	同一控制下企业合并
龙腾云创产业互联网(北京）有限责任公司	1,000.00	100.00	服务	投资设立

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。