



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪077号

中国冶金科工股份有限公司：

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“中国冶金科工股份有限公司2017年公开发行可续期公司债券（第一期）”、“中国冶金科工股份有限公司2017年公开发行可续期公司债券（第二期）”、“中国冶金科工股份有限公司2017年公开发行可续期公司债券（第三期）（品种一）”和“中国冶金科工股份有限公司2017年公开发行可续期公司债券（第四期）（品种一）”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；维持上述债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一八年五月九日

中国冶金科工股份有限公司 2017年公开发行永续期公司债券（第一期）、（第二期）、 （第三期）（品种一）、（第四期）（品种一）跟踪评级报告（2018）

债券名称	中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第一期）		
债券简称	17 中冶 Y1		
债券代码	136987		
发行规模	人民币 27 亿元		
债券期限	3+N（本期债券以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附发行人续期选择权）		
上次评级时间	2017 年 5 月 18 日		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第二期）		
债券简称	17 中冶 Y3		
债券代码	136972		
发行规模	人民币 20 亿元		
债券期限	3+N（本期债券以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附发行人续期选择权）		
上次评级时间	2017 年 5 月 18 日		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第三期）（品种一）		
债券简称	17 中冶 Y5		
债券代码	143902		
发行规模	人民币 20 亿元		
债券期限	3+N（本期债券以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附发行人续期选择权）		
上次评级时间	2017 年 6 月 27 日		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

基本观点

作为国内冶金工程领域的龙头企业，中国冶金科工股份有限公司（以下简称“中国中冶”或“公司”）的外部发展环境好，2017 年新签合同总额大幅上升，且业务结构持续优化，整体抗风险能力有所增强。同时，跟踪期内，公司盈利能力不断增强，经营活动现金流呈持续净流入状态，整体偿债能力极强。但中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司资本支出压力加大、债务结构有待优化等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持中国中冶主体信用级别 AAA，评级展望为稳定，维持“中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第一期）”、“中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第二期）”、“中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第三期）（品种一）”和“中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第四期）（品种一）”信用级别 AAA。

正面

- 良好的外部发展环境。伴随着“一带一路”政策、“十三五”布局等战略规划的有效实施，我国固定资产投资将持续增长，为公司后续业务开展提供了良好的外部环境。
- 新签合同总额大幅上升，业务结构持续优化。2017 年公司工程承包新签合同总额 5,558.00 亿元，同比增长 21.88%，其中非冶金工程新签合同额 4,770.00 亿元，同比增长 16.27%，占当期工程新签合同总额的 85.81%，非冶金工程的稳步拓展使工程施工业务结构进一步优化，公司整体抗风险能力有所增强。
- 盈利能力不断增强，偿债能力极强。2017 年公司实现净利润 67.12 亿元，同比增长 12.43%；

债券名称	中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行可续期公司债券（第四期）（品种一）		
债券简称	17 中冶 Y7		
债券代码	143907		
发行规模	人民币 13 亿元		
债券期限	3+N（本期债券以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附发行人续期选择权）		
上次评级时间	2017 年 7 月 19 日		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

中国中冶	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	711.55	831.08	973.20
总资产（亿元）	3,437.63	3,774.92	4,145.65
总债务（亿元）	1,167.94	1,140.72	1,110.17
营业收入（亿元）	2,173.24	2,195.58	2,440.00
营业毛利率（%）	13.12	12.84	13.09
EBITDA（亿元）	141.80	141.99	151.26
所有者权益收益率（%）	6.95	7.18	6.90
资产负债率（%）	79.30	77.98	76.52
总债务/EBITDA（X）	8.24	8.03	7.34
EBITDA 利息倍数（X）	2.11	2.65	3.10

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

且获现能力很强，当年 EBITDA 规模为 151.26 亿元，同比增长 6.53%，加之全年实现经营活动净现金流为 184.18 亿元，整体偿债能力极强。

关 注

- 资本支出压力加大。近年来公司在资本经营工程项目和房地产开发业务中面临较大的资金需求，债务水平整体维持在高位，2017 年末资产负债率为 76.52%，随着后续项目的逐步推进，资本支出压力加大。
- 债务结构有待优化。截至 2017 年末，公司总债务规模为 1,110.17 亿元，其中短期债务为 801.82 亿元，债务集中短期债务，债务期限结构有待优化。

分 析 师

唐启元 qyfang@ccxr.com.cn

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 9 日

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

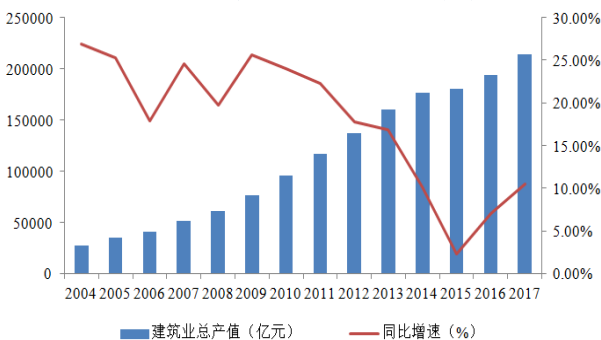
2015年12月8日，经国务院国资委批准，公司控股股东中国冶金科工集团有限公司（以下简称“中冶集团”）与中国五矿集团公司（以下简称“中国五矿”）实施战略重组，若重组完成后，中冶集团将成为中国五矿的全资子公司。2016年8月12日，中冶集团与中国五矿战略重组获得商务部反垄断局批复，中冶集团实际经营管理权已移交至中国五矿。截至2017年末，上述战略重组相关产权变更已完成，工商登记变更尚未完成，中冶集团作为公司的控股股东、国务院国资委作为公司最终控制人的身份在重组前后未发生变化。

行业关注

2017年我国固定资产投资增速放缓，但受益于“一带一路”政策及“十三五”规划布局，我国建筑行业将持续健康发展态势

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增幅有所下降。但在“十三五”规划布局和“一带一路”政策带动下，建筑业增加值保持增长态势。2017年我国全社会固定资产投资641,238亿元，比上年增长7.0%，增速逐年下降。伴随着固定资产投资的增长，国内建筑业亦保持了增长态势，“十二五”期间，建筑业增加值年均复合增长率为9.75%。2017年，全国建筑业总产值达213,953.96亿元，同比增长10.5%。

图1：2004-2017年全国建筑业累计总产值及增速

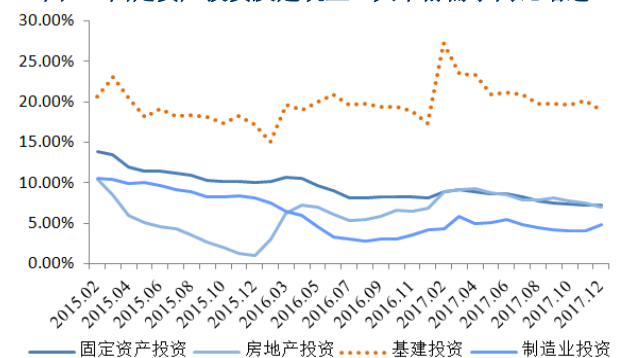


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

近年来全社会固定资产投资增速逐年回落，全社会固定资产投资增速的放缓对建筑行业形成了一定压力。从固定资产投资的细分行业来看，基建、

制造业和房地产三大行业固定资产投资在城镇固定资产投资中的占比基本保持在78%左右，但过去10年间三大行业投资增速整体处于下行趋势，除基建外其他两个行业的固定资产投资增速都出现了大幅下降。从三大投资表现看，房地产业受热点城市严厉调控影响投资增速降幅最显著，2017年增长3.6%，较上年下降3.2个百分点；制造业全年增长4.8%，较上年提升0.6个百分点；基建投资仍是拉动整体投资增长的主力，2017年增长14.9%，较上年回落0.8个百分点。

图2：固定资产投资及建筑业三大下游需求同比增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

此外，2017年4月26日，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出“十三五”期间全国建筑业总产值年均增长7%。同时提出今后五年建筑业发展的主要目标：以完成全社会固定资产投资建设任务为基础，建筑业增加值年均增长5.5%，全国建筑企业对外工程承包营业额年均增长6%，进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业。

中诚信证评认为，近年全社会固定资产投资增速回落主要系全社会固定资产投资基数不断增加，属于正常经济现象。“一带一路”政策、“十三五”布局等国家战略规划的有效实施，将继续助力我国建筑业持续健康发展。

政府出台多项政策鼓励社会资本通过PPP模式进入基础设施建设行业并获得了一定成效，但其未来发展的不确定性亦对建筑企业经营管提出更高要求

近年PPP项目整体规模持续扩大，落地速度加

快，落地投资占固定资产投资比重上升。截至 2017 年 9 月末，我国 PPP 入库项目数共计 14,220 个，投资额 17.8 万亿元。其中，已签约落地 2,388 个，投资额 4.1 万亿元，落地率 35.2%。

我国 PPP 模式地域发展不均衡，西部地区项目需求较大，而项目落地率则以东部地区较好。截至 2017 年 9 月末，东部、中部、西部、东北 PPP 项目分别为 1,949 个、1,868 个、2,687 个、270 个，分别占同口径全国总数的 28.8%、27.6%、39.7%、4.0%。从落地情况来看：截至 2017 年 9 月末，东部、中部、西部、东北落地项目数分别为 917 个、565 个、796 个、110 个，分别占全国落地项目总数的 38.4%、23.7%、33.3%、4.6%；落地项目投资额分别为 15,913 亿元、8,073 亿元、14,710 亿元、2,228 亿元，分别占全国落地项目总投资额的 38.9%、19.7%、35.9%、5.4%。

行业发展不均衡，市政工程等仍为主要热点，绿色低碳项目受重视度提高；而社会保障、林业、科技和农业等有关项目热度则有待进一步提升。市政工程和交通建设等具有高投入、盈利模式清晰等优点，当前仍是 PPP 模式下的优先选择；截至 2017 年 9 月末，市政工程入库项目占比最高，为 37.78%。此外，公共交通、供排水、生态建设、环境保护和可再生能源等多个领域的 PPP 项目都具有推动经济结构绿色低碳化的作用，近年随着环保力度的加大而日益受到关注。

从社会资本合作方类型来看，国有独资占比最大，民营企业数量有所下降。截至 2017 年 9 月末，572 个落地国家示范项目包括 316 个独家社会资本项目和 256 个联合体项目，签约社会资本共 944 家，包括民营独资 175 家、民营控股 153 家、港澳台 25 家、外商 15 家、国有独资 300 家、国有控股 249 家。

我国 PPP 模式发展中同时存在较多问题。目前我国 PPP 模式的运作缺乏国家法律法规层面的支持，社会资本进入城市基础设施投资在我国面临法律保障不完善的问题，致使 PPP 项目的吸引力和可行性不足。政府过度看重融资，导致项目选择上的懒惰与盲目；同时，政府购买服务的泛化使用对 PPP

产生一定的挤出效应，影响 PPP 规范推广，并可能成为地方政府债务风险的重大隐患。在此背景下，财政部于 2017 年 11 月 10 日发布《财政部办公厅关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92 号，以下简称“92 号文”）。随后，为规范中央企业有序参与 PPP 项目并有效防范经营风险，国资委于 11 月 17 日发布《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》（国资发财管〔2017〕192 号，以下简称“192 号文”）。92 号文、192 号文的发布旨在纠正当前 PPP 项目实施过程中出现的走偏、变异问题，进一步提高项目库入库项目质量和信息公开有效性，部分不适宜采用 PPP 模式的项目实施退库，有利于正本清源，部分项目按照要求完善后，将更加规范、更加透明。同时，92 号文和 192 号文对各方参与 PPP 项目提出更高的要求，规范的操作规程不仅有利于促进 PPP 模式健康、有序发展，助于降低项目实施成本并减少合作各方可能存在的纠纷，也有利于民营企业平等规范地参与 PPP 项目。

PPP 模式下基础设施建设企业获得发展机遇，但同时面临一定考验。由于 PPP 项目中政府扮演多种角色，主导工作包括需求分析、投资分析决策、特许权授予、担保、产品或服务购买、土地供给和提供税收优惠等，基础设施建设企业在与政府的合作中可能面临政府不能恰当履行自身职责的风险，使项目推进面临一定不确定性。此外，虽然我国陆续出台一系列政策措施，但因 PPP 项目尚处于探索发展阶段，对口公共管理部门对项目推进中的各项问题可能缺乏妥善解决的经验，建设企业维权的成本依然很高。目前，在我国基础设施建设中，应用 PPP 模式虽已有先例，但项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确、融资成本高、运营回报率低等一系列问题，项目进入实质性执行阶段尚存在一定困难。因此加快出台各项相关政策并推动项目实质性落地是 PPP 模式健康运营亟待解决的问题。

总体来看，PPP 模式将是未来地方政府融资及融资平台转型的重要方向之一，相关法律制度建设将不断完善，未来采用 PPP 模式进行基建投资项目

建设有望迎来良好的发展机遇；但随着 PPP 模式的健全、项目发展将从重视数量和落地率转向项目质量，基础设施建设企业的项目管理和资金管控等能力亦面临一定考验。

业务运营

受益于非冶金工程及冶金工程市场的同步开拓，2017 年公司新签工程合同额大幅提升，且业务结构不断优化，抗风险能力有所增强

工程承包是公司的传统核心主业，也是公司收入、利润的主要来源。2017 年公司持续发挥核心技术优势及钢铁冶金全产业链的集成整合优势，新签多项重大冶金建设工程，其在国内冶金工程承包领域的领先地位进一步得到巩固。同时，公司继续优化完善市场布局，增强承揽“高新综大”项目的能力，持续加大在高端房建、高速公路、成片区开发、交通市政基础设施等非冶金领域的市场开拓力度，非冶金工程业务收入持续增长。2017 年公司工程承包新签合同总额 5,558.00 亿元，同比增长 21.88%，全年实现工程承包业务营业收入 2,050.76 亿元，同比上升 9.29%。

表1：2015~2017 年公司工程承包新签合同额构成

单位：亿元			
业务类型	2015	2016	2017
冶金工程	608.58	457.67	788.00
非冶金工程	2,984.11	4,102.54	4,770.00
其中：房屋建筑工程	2,104.75	2,325.95	2,530.00
交通基础设施工程	339.22	1,106.37	1,403.00
其他	540.14	670.22	837.00
合计	3,592.69	4,560.21	5,558.00

注：含海外工程项目，2017 年采用整数位取值

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

冶金工程方面，一般分为钢铁冶金和有色金属冶金两大类。2017 年公司抓住钢铁行业形势好转的市场机遇，基本包揽环保搬迁、节能减排和产业升级的大型项目，推动当年冶金工程新签合同总额大幅上升，全年冶金工程新签合同总额为 788.00 亿元，同比增长 72.18%。

非冶金工程是公司工程承包主业经营结构调整的重点领域，随着“一带一路”、京津冀协同等战

略的推进及国家基础设施建设的进一步提速，近年来公司在房建、公路市政、城市综合体建设等非冶金领域取得较大进展。2017 年公司非冶金工程新签合同额为 4,770.00 亿元，同比增长 16.27%，占当期工程新签合同总额的 85.81%。从工程合同结构来看，2017 年公司房屋建筑新签合同额为 2,530.00 亿元，同比增长 8.77%；同期交通基础设施工程新签合同额为 1,403.00 亿元，较上年增长 26.81%。中诚信证评认为，非冶金工程的拓展有助于增强公司在非冶金工程市场的品牌影响力，促进工程板块转型升级，增强工程承包主业抵御经营风险的能力。资质方面，截至 2017 年末，公司有 6 家子公司具有建筑工程、冶金工程、市政公用工程三特级资质，5 家子公司具有建筑工程、冶金工程双特级资质，很强的技术实力为后续非冶金工程的持续拓展提供了有力支撑。

此外，近年来政府对 PPP 业务的大力推进，以及传统 BOT、BT 等特许经营模式的全面铺陈，为建筑业发展带来了新的机遇与挑战。在 PPP 政策带来的发展机遇下，2017 年公司中标 143 个 PPP 项目，较上年增加 21 个，总合同金额达到 2,724.03 亿元，同比增长 7.34%。公司 PPP 项目主要涉及道路、产业园及基础设施建设、综合管廊、公建类及生态建设项目。中诚信证评关注到 PPP 项目具有投资规模大建设周期长、涉及领域广、复杂程度高、工期和质量要求严等特点，项目运营相比于传统施工面临更大的成本风险、收款风险和项目运营风险，同时也使公司面临较大的资本支出压力，中诚信证评也将对公司投资业务未来的发展情况保持关注。

海外工程承包方面，公司是我国大型海外工程承包商之一。近年来公司加快“走出去”步伐，重点拓展印度和东南亚等国家和地区的冶金市场以及中东和俄罗斯等区域的民用建设、基础设施建设市场。2017 年，公司海外工程新签合同额 570.54 亿元，与上年基本持平，目前各项目进展顺利。

2017 年钢铁行业景气度有所回升，公司装备制造业务收入规模实现增长；受益于金属矿产行业周期性复苏，2017 年公司部分海外资源开发项目收入实现增长，且当年该板块毛利率水平大幅上升

装备制造业务是公司依托冶金工艺技术和施工技术优势向装备制造领域的延伸，主要产品包括冶金设备、钢结构及其他金属制品。近年来，公司在装备制造板块加大科技研发力度，一方面加快推进产业升级，另一方面进行产品结构调整，向钢结构领域拓展。2017 年在钢铁行业供给侧改革等政策有效推进下，冶金装备制造行业景气度有所回升，推动公司收入规模增长，2017 年装备制造业务实现营业收入为 55.16 亿元，同比增长 18.52%；当年毛利率下降 1.33 个百分点至 10.12%，装备制造板块盈利能力有所下滑。

公司是我国进行境外资源开发的重要企业之一，也是我国拥有海外矿产资源最丰富的国内企业之一。公司的资源开发业务主要集中在镍、铜、铅、锌等金属矿产资源的采矿、选矿和冶炼等领域。2017 年公司资源开发业务实现收入 56.56 亿元，同比增长 52.17%；当年实现毛利率为 28.60%，同比上升 17.03 个百分点。

矿产资源开采方面，目前公司海外资源开发项目主要位于巴基斯坦、阿根廷和巴布亚新几内亚等国。2017 年山达克铜金矿项目累计生产粗铜 1.01 万吨，同比减少 28.89%，实现销售收入 7.00 亿元，较上年同期增长 3.01%。阿根廷希拉格兰德铁矿项目方面，2017 年销售铁精矿库存 4.14 万吨，同比减少 78.20%，实现销售收入 2,676.61 万元，同比减少 56.23%。

瑞木镍钴项目方面，公司的巴布亚新几内亚的瑞木镍钴项目已稳定在设计产能的 90% 以上，基本达产。2017 年，瑞木镍钴项目生产氢氧化镍钴折金属镍 3.47 万吨，折金属钴 0.33 万吨，同比分别增加 55.91% 和 51.21%，实现销售收入 26.13 亿元，同比增长 118.59%。

截至 2017 年末，公司资源板块建设项目主要包括阿富汗艾娜克铜矿项目以及巴基斯坦杜达铅

锌矿项目等。2014 年，阿富汗政府未按合同要求落实磷矿和煤矿资源，严重影响了项目的正常进展，经过多次协商，截至 2017 年末，公司正在与阿富汗矿业石油部进行采矿合同修改谈判。巴基斯坦杜达铅锌矿项目方面，2017 年杜达铅锌矿项目生产锌精矿 38,913 吨、铅精矿 5,079 吨，同比分别增加 152.63% 和 154.71%，实现销售收入 3.08 亿元，同比增长 988.51%。

总体看来，2017 年公司装备制造及资源开发业务收入规模均呈上升趋势，但海外资源开发风险很大，不确定因素很多，中诚信证评将对该板块未来经营情况保持关注。

2017 年公司房地产销售规模实现增长，且土地储备较充足，可为其未来业务规模的持续扩张提供一定保障

房地产开发方面，公司面对“去库存”压力和“限购限贷”政策调控，继续全面完成以长三角、珠三角、京津冀为重点发展区域并辐射全国的战略布局，2017 年公司完成房地产投资总额为 212.67 亿元，较上年增加 69.69 亿元。开竣工方面，2017 年公司房地产竣工建筑面积为 184.94 万平方米，同期新开工建筑面积为 189.93 万平方米，同比增长 1.53%。

房地产销售方面，得益于自身合理的产品定位，近年来公司房地产销售规模保持增长态势。2017 年，公司实现签约销售面积 141.56 万平方米，签约销售金额 231.87 亿元，较上年分别增长 2.00% 和 9.47%。2017 年公司房地产开发业务实现营业收入 247.94 亿元，同比增长 11.91%。

表 2：2015-2017 年公司房地产开发板块总体经营情况

业务指标	2015	2016	2017
完成投资总额（亿元）	79.76	142.98	212.67
签约销售面积（万平方米）	95.43	138.79	141.56
签约销售额（亿元）	108.16	211.82	231.87
竣工建筑面积（万平方米）	341.61	185.14	184.94
施工建筑面积（万平方米）	1,250.09	1,109.02	1,074.31
其中：新开工建筑面积（万平方米）	178.75	187.06	189.93

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

土地储备方面，2017 年公司通过公开市场招拍挂成功获取地块 7 宗，建设规模约 140 万平方米；

通过股权转让方式获取地块 4 宗, 总建筑面积约 85 万平方米。总体来看, 公司现有土地储备资源可为其未来业务规模的持续扩张提供一定保障。

总体来看, 2017 年公司房地产销售规模实现增长, 且现有土地储备较为充裕, 对未来房地产业务具有一定的支撑作用。

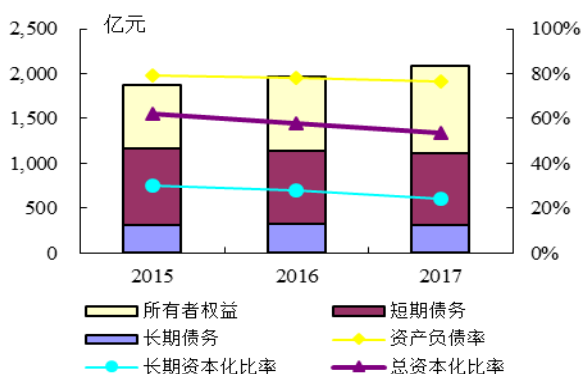
财务分析

以下分析基于经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的公司 2015~2017 年度审计报告。

资本结构

近年公司资产及负债规模呈上升趋势, 2017 年末总资产和负债分别 4,145.65 亿元及 3,172.45 亿元, 较上年分别增长 9.82% 和 7.77%。受益于近年来不断积累留存收益以及发行永续债, 公司自有资本逐年夯实, 2017 年末所有者权益为 973.20 亿元, 同比增长 17.10%。财务杠杆方面, 随着自有资本实力提升, 2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 76.52% 和 53.29%, 较上年末分别下降 1.46 个百分点和 4.56 个百分点, 呈现逐年回落态势。

图 3: 2015~2017 年公司资本结构情况



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

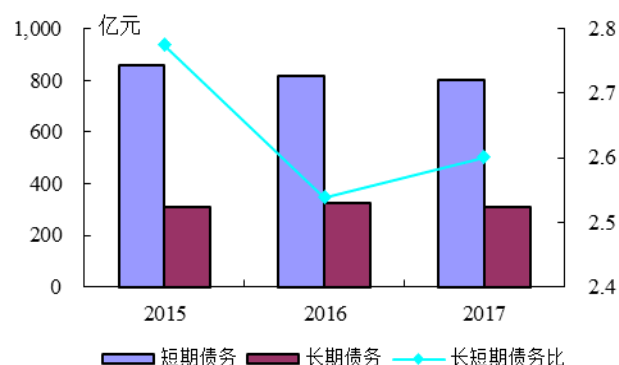
从资产结构来看, 公司资产主要由流动资产构成, 2017 年末流动资产占总资产的比重为 77.75%。公司的流动资产主要由存货、应收账款以及货币资金构成, 2017 年末三者分别为 1,182.93 亿元、734.96 亿元及 435.94 亿元, 占流动资产的比重分别为 36.70%、22.80% 及 13.52%。2017 年公司存货规模基本与上年持平, 主要包括已完工未结算建造合同、房地产开发成本及房地产开发产品, 截至 2017

年末三者分别为 638.18 亿元、360.24 亿元及 107.37 亿元, 分别占当年末存货的比重为 53.95%、30.45% 和 9.08%。应收账款主要包括工程款、产品销售款、涉及咨询及技术服务款, 由于经营规模的增长、业务模式的变化(非冶金工程大幅增长, 包括民生建设、城市综合建设等项目, 该类项目结算周期较长)和业主付款周期的延长, 2017 年末应收账款规模有所增长, 当年末应收账款为 734.96 亿元, 同比增长 5.68%。从应收账款的账龄来看, 2017 年末公司一年以内的应收账款占 55.36%, 一年到两年的应收账款占 15.27%, 两年以上的应收账款占比较大, 达 29.37%。货币资金方面, 2017 年末受限制货币资金为 71.29 亿元, 主要为承兑汇票保证金、法定存款准备金、保函保证金以及冻结存款。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产及长期应收款构成。2017 年末公司固定资产和无形资产分别为 286.03 亿元及 154.19 亿元。截至 2017 年末, 公司的长期应收款主要包括 BT 类项目的应收长期工程款(148.88 亿元)以及对外拆借资金(86.00 亿元), 由于 2017 年对外拆借资金规模大幅增加, 当年末长期应收款规模为 235.41 亿元, 同比上升 108.75%。

债务方面, 近年来公司总债务规模有所控制, 2017 年末总债务为 1,110.17 亿元, 较上年末减少 30.55 亿元, 包括短期债务 801.82 亿元和长期债务 308.35 亿元。从债务期限结构来看, 2017 年末公司长短期债务比为 2.60 倍, 上年同期长短期债务比为 2.54 倍, 短期债务占比较高, 公司债务期限结构不甚合理。

图 4: 2015~2017 年公司债务结构情况



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看，随着业务的稳定发展，2017 年公司资产规模及自有资本实力稳步增长，资产负债水平呈下降态势，资本结构有所优化。但中诚信证评关注到，公司外部融资规模仍较大，且以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

盈利能力

2017 年公司工程承包业务、资源开发、装备制造和房地产开发板块业务收入均呈现上升的态势，推动全年营业收入同比增长 11.13%至 2,440.00 亿元。营业毛利率方面，2017 年公司实现营业毛利率为 13.09%，基本保持上年水平。分业务板块来看，公司资源开发板块 2017 年以来盈利能力持续好转，当年毛利水平升至 28.60%；房地产开发及装备制造板块 2017 年毛利率均同比小幅下滑；工程承包板块毛利率与上年基本持平。

表 3：2015~2017 年公司营业毛利率情况

单位：%			
业务板块	2015	2016	2017
工程承包	12.63	11.14	11.31
资源开发	-9.68	11.57	28.60
装备制造	14.46	11.45	10.12
房地产开发	19.95	27.25	24.87
其他	12.82	9.69	13.77
合计	13.12	12.84	13.09

注：板块毛利率数据已做内部抵消处理

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司研发费用增长较多，带动管理费用规模上升；同时，受汇兑损失大幅增加影响，当年财务费用同比上升，三费支出因此增加。2017 年公司三费合计为 179.99 亿元，同比增长 25.70%；当年三费收入占比为 7.38%，较上年增加 0.86 个百分点。整体来看，公司近年三费规模有所上升，但整体占比仍较小，期间费用控制有效性较好。

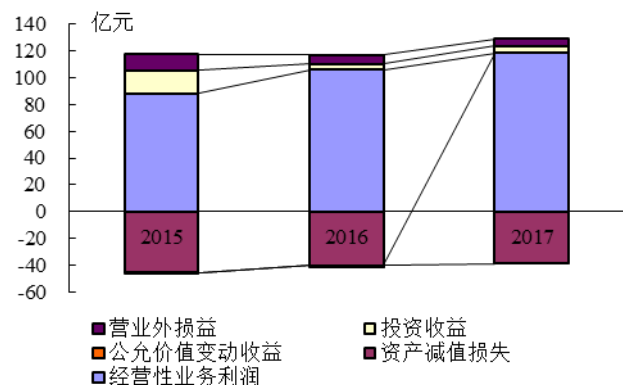
表 4：2015~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元、%			
科目	2015	2016	2017
销售费用	15.12	16.65	19.61
管理费用	100.67	104.25	130.18
财务费用	25.27	22.29	30.20
三费合计	141.06	143.19	179.99
营业总收入	2,173.24	2,195.58	2,440.00
三费收入占比	6.49	6.52	7.38

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、营业外损益、投资收益及资产减值损失构成。公司近年来业务经营保持稳定，经营性业务利润持续增长，2017 年为 118.39 亿元，同比增长 11.90%；同期，公司取得投资收益为 5.49 亿元，较上年增加 1.09 亿元；2017 年公司将与日常活动相关的政府补助计入其他收益使得当期营业外损益规模显著减小，全年取得营业外损益 4.95 亿元，同比减少 1.59 亿元。此外，近年来公司资产减值损失规模较大，2017 年计提资产减值损失 39.09 亿元，较上年减少 1.14 亿元，主要包括计提的坏账损失（29.32 亿元）、存货跌价损失（5.58 亿元）以及固定资产减值损失（3.21 亿元），2017 年固定资产减值计提对象主要为装备制造及资源开发业务板块。综上，2017 年公司实现利润总额和净利润分别为 89.75 亿元和 67.12 亿元，较上年分别增长 17.35%和 12.43%。

图 5：2015~2017 年利润总额结构情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总的来看，得益于公司业务的稳定运行，2017 年公司营业收入实现增长，毛利率保持在稳定水平，同时期间费用控制能力较好，全年净利润实现增长。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。受益于利润总额的逐年增长，2017 年公司 EBITDA 规模为 151.26 亿元，同比增长 6.53%。偿债指标方面，2016~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 8.03 倍及 7.34 倍；同期 EBITDA 利息保障系数为 2.65 倍及 3.10 倍，2017 年 EBITDA 对债务利息的覆盖程度提升。

现金流方面，公司经营活动净现金流呈持续大幅净流入状态，2017 年实现经营活动净现金流为 184.18 亿元，基本与上年持平。2016~2017 年公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.16 倍及 0.17 倍，同期经营活动净现金流利息保障系数分别为 3.46 倍及 3.77 倍，2017 年公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力提升。

表 5：2015~2017 年公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
短期债务（亿元）	858.51	818.36	801.82
总债务（亿元）	1,167.94	1,140.72	1,110.17
资产负债率（%）	79.30	77.98	76.52
总资本化比率（%）	62.14	57.85	53.29
EBITDA（亿元）	141.80	141.99	151.26
经营活动净现金流（亿元）	153.57	185.59	184.18
经营净现金流/总债务（X）	0.13	0.16	0.17
经营净现金流利息倍数（X）	2.28	3.46	3.77
总债务/EBITDA（X）	8.24	8.03	7.34
EBITDA 利息倍数（X）	2.11	2.65	3.10

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司共在各家金融机构获得授信额度 5,068 亿元，已使用授信额度 1,411 亿元，尚未使用授信额度 3,657 亿元，备用流动性充足。同时公司还依托证券市场，通过发行债券等方式进行成本相对较低的融资。

截至 2017 年末，中国中冶对外担保余额合计人民币 74.55 亿元，均为业主按揭担保，公司地产子公司按房地产行业惯例为商品房承购性抵押贷款担保，对外担保余额占同期公司净资产的比例为 7.66%；同期末，公司作为被告形成的重大未决诉讼的金额为 23.55 亿元，占公司净资产的比例为 2.42%，或有负债风险值得关注。

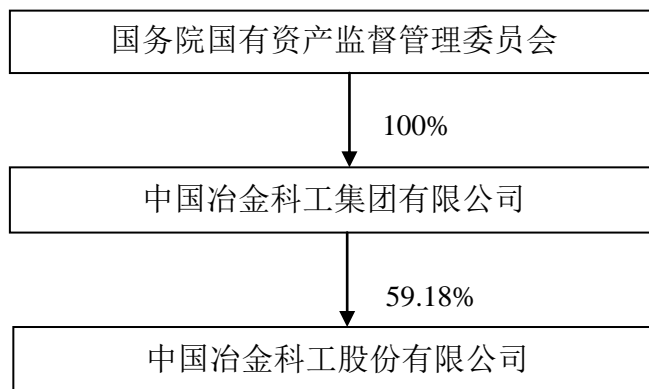
总体来看，受益于非冶金工程及冶金工程市场的同步开拓，2017 年公司新签工程合同金额大幅提升，较大规模的项目储备为后续发展提供有力支持。同时，跟踪期内，公司盈利能力逐步增强、经营活动净现金流处于较好水平，以及畅通的融资渠道能够对公司综合信用实力提供进一步支持，中国中冶整体偿债能力极强。

结论

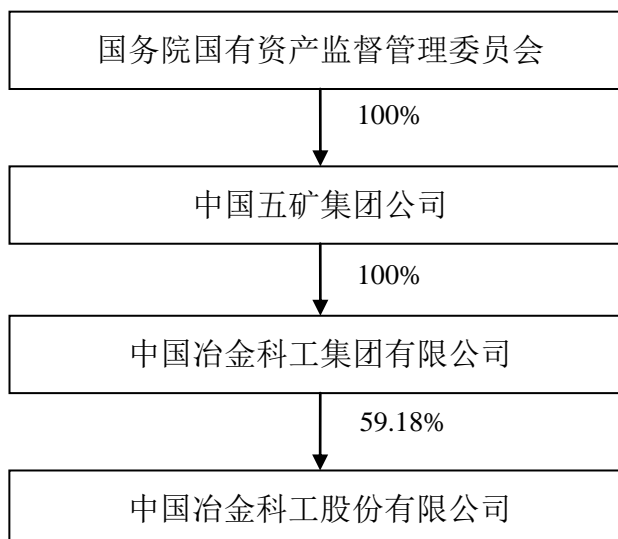
综上，中诚信证评维持中国冶金科工股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第一期）”、“中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第二期）”、“中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第三期）（品种一）”和“中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第四期）（品种一）”信用等级为 **AAA**。

附一：中国冶金科工股份有限公司股权结构图（截至 2017 年末）

该重组完成前，公司股权结构如下图：

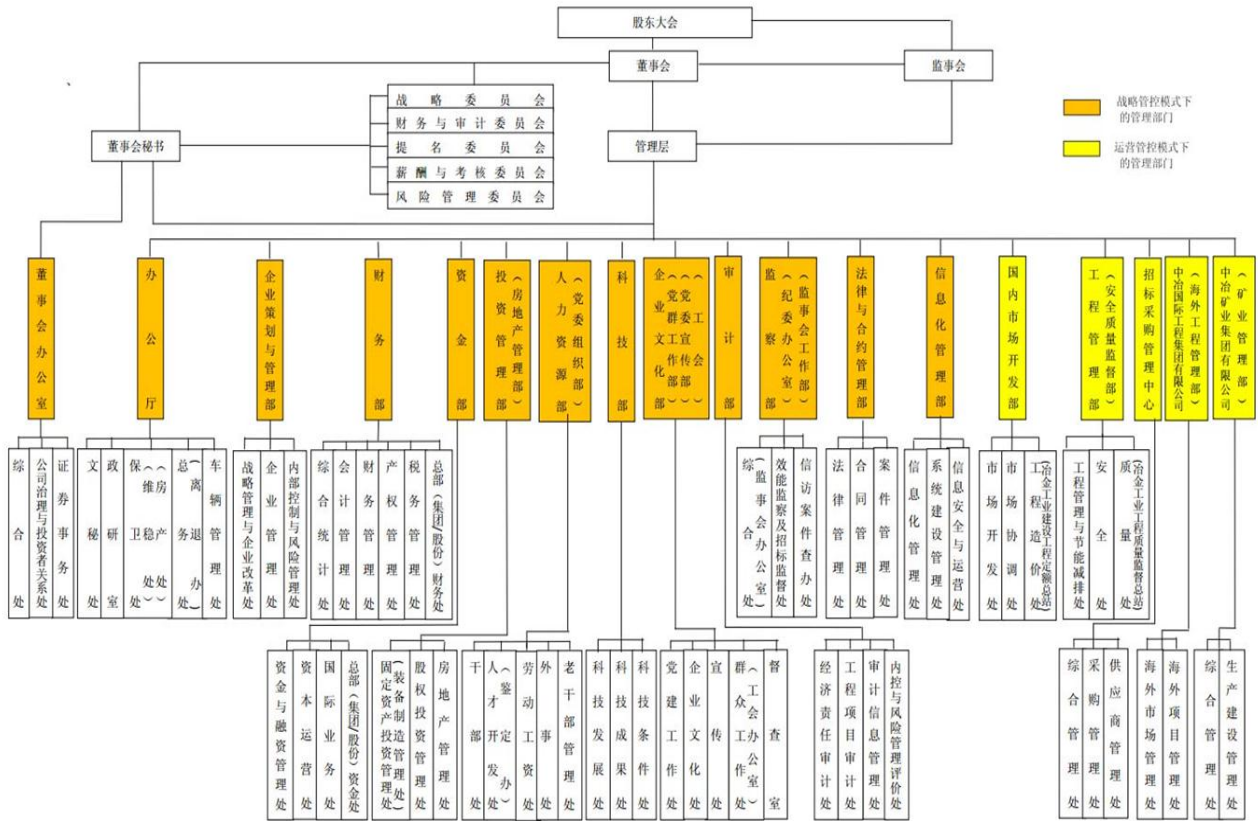


该重组完成后，公司股权结构如下图：



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：中国冶金科工股份有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：中国冶金科工股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	3,373,070.60	4,486,339.00	4,359,362.20
应收账款净额	6,366,310.90	6,954,464.20	7,349,576.20
存货净额	11,530,523.70	12,219,109.50	11,829,287.80
流动资产	27,555,879.30	30,277,453.60	32,232,894.50
长期投资	559,519.70	782,905.50	1,332,656.10
固定资产合计	3,015,421.80	3,003,775.60	2,860,349.80
总资产	34,376,281.90	37,749,160.40	41,456,517.40
短期债务	8,585,094.90	8,183,642.70	8,018,199.40
长期债务	3,094,322.90	3,223,584.50	3,083,500.60
总债务	11,679,417.80	11,407,227.20	11,101,700.00
净债务	8,306,347.20	6,920,888.20	6,742,337.80
总负债	27,260,779.50	29,438,390.10	31,724,469.30
所有者权益	7,115,502.40	8,310,770.30	9,732,048.10
营业总收入	21,732,397.20	21,955,757.90	24,399,986.40
三费前利润	2,290,944.90	2,489,961.90	2,983,853.80
投资收益	173,516.00	44,005.30	54,887.00
净利润	494,874.40	596,964.70	671,185.40
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,418,017.20	1,419,851.40	1,512,639.50
经营活动产生现金净流量	1,535,738.20	1,855,854.90	1,841,784.70
投资活动产生现金净流量	-560,259.60	-319,197.10	-1,828,196.30
筹资活动产生现金净流量	-971,938.20	-559,792.70	-210,033.60
现金及现金等价物净增加额	16,520.10	997,553.30	-224,777.70
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	13.12	12.84	13.09
所有者权益收益率（%）	6.95	7.18	6.90
EBITDA/营业总收入（%）	6.52	6.47	6.20
速动比率（X）	0.68	0.71	0.73
经营活动净现金流/总债务（X）	0.13	0.16	0.17
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.18	0.23	0.23
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.28	3.46	3.77
EBITDA 利息倍数（X）	2.11	2.65	3.10
总债务/EBITDA（X）	8.24	8.03	7.34
资产负债率（%）	79.30	77.98	76.52
总资本化比率（%）	62.14	57.85	53.29
长期资本化比率（%）	30.31	27.95	24.06

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、其他流动负债中短期应付债券以及长期应付款中应付融资租赁款已分别调至短期债务以及长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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。