



信用等级通知书

信评委函字[2018]G195-F2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拟发行的“中国冶金科工股份有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年四月十三日

中国冶金科工股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中国冶金科工股份有限公司
发行规模	本期债券发行总规模不超过 14.3 亿元，基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 9.3 亿元
债券期限	分为两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 年期
债券利率	本期债券为固定利率债券，本期债券票面年利率将根据发行时询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定共同协商确定
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

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。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国冶金科工股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定发行主体中国冶金科工股份有限公司（以下简称“中国中冶”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了公司强大的股东背景、冶金工程领域市场地位显著、拥有较为完整的资源开发及加工产业链条、新签工程合同大幅上升、业务结构持续优化以及畅通的融资渠道等因素对其信用实力的支持。同时，中诚信证评关注到公司资本支出压力加大、债务结构有待优化及国外项目所面临的市场风险等因素对其经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 强大的股东背景。公司股东中国冶金科工集团有限公司是国务院国资委监管的大型中央企业，亦是我国乃至全球最大的工程建设综合企业集团之一，在 ENR 杂志发布的“2017 年度全球工程承包商 250 强”排名中位居第 8 位，行业地位显著，综合实力极强。
- 冶金工程领域市场地位显著。公司是全球最大的工程建设综合企业集团之一，是我国市场份额最大、专业化经营历史最久的冶金工程承包商，先后完成大批具有重要影响和良好经济效益的冶金工程项目，在全球冶金工程承包领域享有较高的声誉。
- 拥有较为完整的资源开发及加工产业链条。公司在境内外拥有丰富的金属矿产资源，同时拥有国内领先的黑色和有色金属资源设计、开发技术和能力，具备较为完整的矿产资源开发及

分 析 师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

关欣 xguan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年4月23日

加工产业链条。

- 新签工程合同大幅上升，业务结构持续优化。近年公司不断拓展非冶金工程市场，新签工程合同额呈现持续上升趋势，2015~2017年新签工程合同额分别为3,592.69亿元、4,560.21亿元和5,558.00亿元，其中非冶金工程新签合同额分别为2,984.11亿元、4,102.54亿元和4,770.00亿元。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。
- 融资渠道畅通。作为A+H股上市公司，公司在拥有股权融资渠道的同时，与银行亦保持良好的合作关系，外部融资渠道通畅。截至2017年末，公司共获得各银行综合授信额度5,068亿元，其中3,657亿元信用额度仍未使用。

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，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，债务集中短期负债，债务期限结构有待优化。
- 国外项目所面临的市场风险。公司海外工程承包和资源开发项目受当地复杂环境、国际形势等因素影响，存在一定不确定性。

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 and 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。

概 况

发债主体概况

中国冶金科工股份有限公司（以下简称“中国中冶”或“公司”）是经国务院批准，由中国冶金科工集团有限公司（以下简称“中冶集团¹”）和宝钢集团有限公司（以下简称“宝钢集团”）于 2008 年 12 月共同发起设立的股份有限公司。其中中冶集团以其所持有的除纸业资产外与工程承包、资源开发、装备制造以及房地产开发等主营业务相关的资产、负债及其下属企业的股权或权益作为出资，持股比例 99%，宝钢集团以现金出资，持股比例 1%。2009 年 9 月 21 日，公司经中国证监会“证监许可[2009]863 号文”核准，在上海证券交易所发行 35 亿股 A 股上市（股票代码 601618.SH），募集资金总额人民币 189.70 亿元。2009 年 9 月 24 日，公司经中国证监会“证监许可[2009]861 号文”核准，在香港联合交易所发行 28.71 亿股 H 股上市（股票代码 1618.HK），募集资金总额 182.31 亿港元。截至 2017 年末，公司注册资本为 207.24 亿元，控股股东中冶集团持有其 59.18% 的股权。因国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）持有中冶集团 100% 的股权，故中国中冶实际控制人系国务院国资委。

2015 年 12 月 8 日，经国务院国资委批准，公司控股股东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集团的全资子公司。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集团。截至目前，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。

中国中冶业务主要涉及工程承包、资源开发、装备制造、房地产开发等领域。2015~2017 年，公司实现营业总收入 2,173.24 亿元、2,195.58 亿元和 2,440.00 亿元，其中 2017 年工程承包业务收入

2,050.76 亿元，占营业总收入的比例为 84.05%，系主要的收入来源。

截至 2017 年末，中国中冶资产总额 4,145.65 亿元，净资产 973.20 亿元，资产负债率 76.52%；2017 年，公司实现营业总收入 2,440.00 亿元，净利润 67.12 亿元，经营活动净现金流-184.18 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券概况

债券概况	
债券名称	中国冶金科工股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行总规模不超过 14.3 亿元，基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 9.3 亿元
债券期限	分为两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 年期
债券利率	本期债券为固定利率债券，本期债券票面年利率将根据发行时询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定共同协商确定
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还金融机构借款本息

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

2017 年，我国国内生产总值为 827,122 亿元，比上年增长 83,537 亿元，折美元相当于 2016 年世界排名第 14 位的澳大利亚 GDP 总量规模（根据世界银行发布的数据）。按可比价格计算，比上年增长 6.9%，提高 0.2 个百分点，实现了 2010 年以来经济增长首次提速。其中，第一产业增加值 65,468 亿元，比上年增长 3.9%，提高 0.6 个百分点；第二产业增加值 334,623 亿元，比上年增长 6.1%，回落 0.2 个百分点；第三产业增加值 427,032 亿元，比上年增长 8.0%，提高 0.3 个百分点。分季看，四个季度国内生产总值增速分别为 6.9%、6.9%、6.8% 和 6.8%，保持较为平稳增长的态势。

¹ 原名为中国冶金科工集团公司，2009 年 4 月 28 日更名为中国冶金科工集团有限公司。

图 1：2013~2017 年国内生产总值及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

三季度以来，环保趋严背景下制造业投资增速回落，受高基数影响基建投资增长放缓，与上半年相比投资增速有所回落。但严厉调控下房地产投资增长依旧快于上年同期，这一方面与基数较低有关，另一方面也与地方政府推地节奏加快房地产企业土地购置支出加大有关，后续随着基数加大、调控效果继续显现，房地产投资仍有下行压力。社会消费品零售总额虽然在三季度出现波动，但考虑到居民收入增长持续加快，服务业消费快速增长，包含服务在内的总消费依然稳健，消费对经济增长的贡献率依旧保持在 60% 以上。全球贸易持续向好，出口虽有波动但总体保持平稳增长，外需对经济增长的贡献率虽然较上半年有所回落但显著高于上年同期。生产虽有走弱，但产业结构调整和新旧动能转换持续。

受益于供给侧结构性改革，2017 年 PPI 除二季度 3 个月环比下跌外，其余 9 个月均环比上涨，全年累计上涨 4.9%，其中，上游生产资料价格上涨 6.4%。在去产能和环保趋严背景下，煤炭、钢铁、石油、有色金属等主要原材料价格上涨，PPIRM 和 PPI 持续处于高位，二者剪刀差居高不下，挤压了中下游企业利润空间，利润从中下游向上游转移的态势持续，对制造业投资形成制约。

十九大报告和中央经济工作会议提出要坚持打好防范化解重大风险的攻坚战，需要加强金融监管协调、补齐监管短板；十九大闭幕以来，监管部门对金融监管的力度不断增强。2017 年 M2 与名义 GDP 同比出现明显背离的走势，同比增速整体处于下滑通道，从 1 月的 11.3% 持续下滑，5 月跌破 10%，8 月跌破 9% 至 8.9%，四季度整体在 9% 上下小幅震

荡，10 月数据是历史最低 8.8%。然而与此同时，2017 年信贷量却整体走高，自二季度开始，信贷同比增速均为正。社会融资规模受到贷款放量的拉动，表外融资萎缩，但依然保持上抬走势，M2 与社融走势分化。2017 年 12 月，央行等五部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，意味着金融去杠杆在 2018 年仍将是货币供给的主旋律。统一同类资管产品的监管标准，提高非银金融机构开展通道业务的门槛，不仅使得 M2 继续保持低速增长，亦会涉及表外继而拖累社融同比增速下滑。

后续来看，房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力，新动能短期内仍难以成为拉动经济增长的主要动力，改革效应短期难以充分显现，四季度中国经济仍面临一定下行压力。但是，全球经济底部运行中有所改善，全球贸易增长加快，中国经济运行外部环境持续向好；“十九大”指明了社会主义市场经济改革的方向，改革开放力度有望加大，供给侧改革持续推进，将为经济增长提供新的制度红利；同时，产业和消费结构升级、新旧动能转换持续，中国经济企稳向好基础仍存。

不过，中国经济企稳向好中仍需关注以下几方面风险：1) 总体杠杆率虽边际改善，但债务规模刚性压力依然存在，非金融企业部门杠杆率仍显著高于国际平均水平，居民部门杠杆率攀升，政府部门债务风险总体可控但存在区域性、结构性风险；2) 调控之下房价快速上涨势头虽得到遏制，但房地产结构性泡沫依然存在；3) 金融监管趋严背景下，实体经济融资门槛和成本都有所提高，实体经济维持和扩大生产面临资金来源压力；4) 产能去化和环保趋严带动主要原材料价格上涨加快，PPI 与 PPIRM 剪刀差处于高位，将对企业利润改善形成制约。

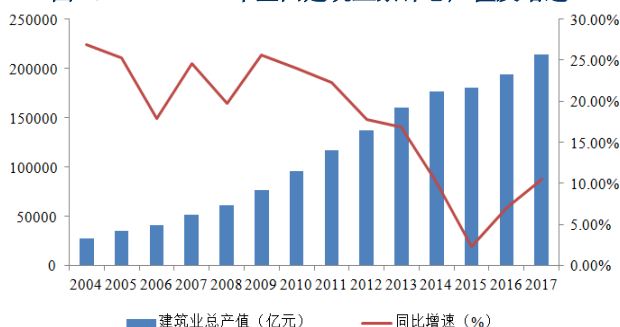
习近平总书记在“十九大”报告中再次强调了“守住不发生系统性金融风险的底线”。在未来一段时间内，“防风险”仍将是宏观调控的重要目标，央行将进一步健全货币政策和宏观审慎双支柱调控框架，实施稳健的货币政策，但 9 月底定向降准后，全面降准必要性降低。金融改革步伐有望加快，金

融监管持续趋严，房贷将继续收紧。财政政策仍将保持积极，支出进度加快与减税降费将继续得到有效落实。

建筑业概况

建筑业是国民经济的重要支柱产业之一，其发展与社会固定资产投资规模保持着密切的关系。近年来，我国国民经济始终保持着快速良好的发展态势，全社会固定资产投资规模逐年递增，“十二五”期间实现年均复合增长率 15.94%。2016 年我国全社会固定资产投资为 606,466 亿元，同比增长 7.9%（扣除价格因素，实际增长 8.6%），增速同比有所降低。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%。2016 年我国全社会建筑业增加值为 49,522 亿元，同比增长 6.6%；同期全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6,745 亿元，同比增长 4.6%。2017 年，全国建筑业总产值达 213,953.96 亿元，同比增长 10.5%。

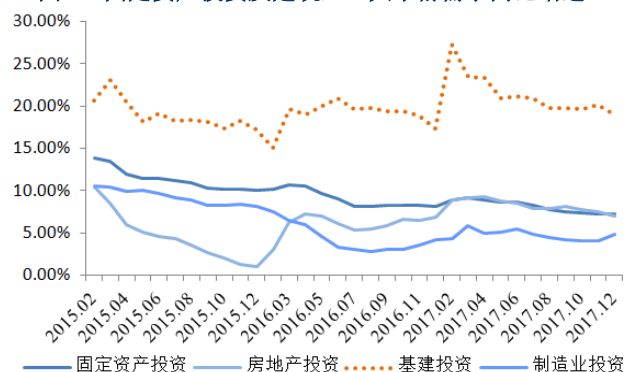
图 2：2004~2017 年全国建筑业累计总产值及增速



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 3：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

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”、长江经济带、京津冀协同建设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。

建筑行业业绩方面，2016 年建筑行业实现营业收入 3.96 万亿元，实现归母净利润 1,163.61 亿元，同比分别增长 5.79% 和 10.74%。建筑行业当年整体毛利率为 11.29%，同比回落 1.41 个百分点；净利率为 3.35%，同比微增 0.22 个百分点。2017 年上半年，全国建筑业施工项目计划总投资 98.59 万亿元，同比增长 19.7%；新开工项目计划总投资 23.73 万亿元，同比下降 1.2%，新开工项目个数为 30.88 万个，增加 7,195 个。2017 年前三季度建筑行业营收 29,878.61 亿元，同比增长 11.95%，归母净利润 961.94 亿元，同比增长 14.58%。

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%，到 2020 年装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。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；城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求，能效水平比 2015 年提升 20%，且 2020 年城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，绿色建材应用比例达到 40%；同时

加快修订建筑法等法律法规，进一步完善建筑市场法律法规体系。

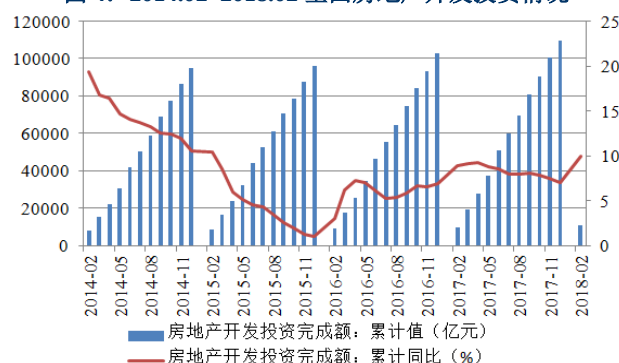
中诚信证评认为，基础设施行业作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，且随着国内总体投资增速放缓及“一带一路”政策的有效推进，拓展国外市场将成为建筑企业发展的必然趋势。此外，装配式建筑作为行业迈向工业化的一大转折，是建筑业可持续发展的根本途径，国家层面及全国各地均设定了装配式建筑的相关发展目标，出台相关政策扶持。发展绿色建筑、实现产业升级、加快信息化将逐步成为建筑业今后发展中的主要方向。

房屋建筑行业概况

随着我国城镇化进程的推进和居民收入水平的提高，住宅、商业地产、企业生产和办公用房、城市公共房建设等建设需求保持了平稳增长。

近年来，我国房地产行业的快速发展成为推动房屋建筑市场增长的重要力量。2015年以来，虽然房地产市场需求出现回暖，但区域分化问题依然明显，三四线城市房地产开发投资占比较高，由于房地产开发商对于三四线城市依然保持较为谨慎的态度，显著拖累整体房地产开发投资增速。2016年，房地产市场回暖，在新开工量、竣工量及土地购置支出的带动下，房地产开发投资增速触底反弹，当期房地产开发投资额同比增长6.9%。自2016年9月30日北京出台“930”限购政策开始，各地房地产市场调控政策持续收紧，但得益于前期房地产销售火热、企业资金充足而土地和可售存货不足，全国房地产开发投资增速仍保持在较高水平。2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，比上年名义增长7.0%，增速比1~11月份回落0.5个百分点。

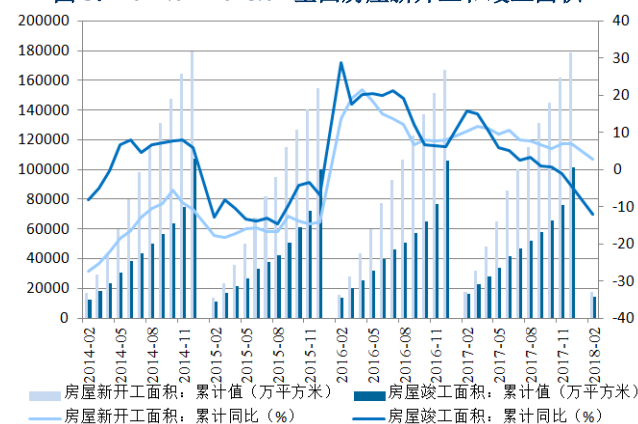
图4：2014.02~2018.02全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从施工情况来看，2015年以来，虽然购房政策扶持力度较大，且市场需求好转，但需求传导至供给需要一定的时间，更为重要的是全国房地产市场整体库存压力依旧较大，这也压制了房地产开发商开工意愿，因此当期新开工面积同比增速依旧处于下滑态势。在市场持续热销的带动下，2016年以来房地产新开工面积增速发生反弹，结束了自2014年以来连续24个月的同比下降，2016年，房地产新开工面积同比增长8.1%至16.69亿平方米。随着房地产政策的持续收紧，房地产开发企业新开工面积增速有所放缓，2017年，房地产新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.0%。2016年9月底以来，国内多个城市陆续发布楼市调控政策，主要调控措施包括限制居民商品房购买套数和提高购房贷款首付比例等，其中北京、上海、深圳等城市调控程度已达历史最严，根据历史情况来看，以上调控政策会对房地产市场的成交量和成交价格产生一定抑制，亦将传导至房屋建筑行业，中诚信证评将持续关注上述房地产行业政策变动对房屋建筑行业市场需求的影响。

图5：2014.02~2018.02全国房屋新开工和竣工面积



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

随着国家对房地产市场，尤其是商品房住宅市场的深度与持久地调控，房屋建筑市场形势渐趋复杂。近年来，在国家各级政府政策的支持下，保障性住房将成为拉动房屋建筑市场发展的新增长点。2015年全国保障性住房、棚户区改造和农村危房改造分别开工184.92万套、612.28万套和440.1万户，保障性住房和棚改安置住房基本建成715.89万套，均超额完成年度计划目标；2016年，全国棚户区改造、农村危房改造分别开工606.09万套、386.65万

户，棚户区改造和公共租赁住房基本建成 658.58 万套，仍超额完成年度计划目标，未来建设速度有望得到进一步提升。中诚信证评认为，我国政府大力推进的保障房建设可有效弥补商品房住宅市场的下滑风险，从而提供新的机遇和广阔的市场前景。另外，中诚信证评也注意到，除保障房带动房屋建筑行业保持增长外，工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等也带来大量厂房、办公用房的建设需求，城市发展中的大型文体场馆等城市公共设施建设需求也将维持增长趋势。

综上所述，随着我国城镇化的推进和居民收入水平的提高，住宅、商业地产、企业生产和办公用房、城市公共设施等的建设需求将保持增长，房屋建筑市场未来发展空间依然广阔，总体将保持增长趋势，但增速将有所放缓。中诚信证评认为，短期内房屋建筑行业将随着房地产行业政策和供需双方心理变化呈现阶段性的波动，不确定性较高，但受益于我国政府力推保障性住房的建设，这将在一定程度上平滑房屋建筑市场的波动，成为拉动房屋建筑市场发展的新增长点。

行业关注

工程总承包运行模式的推广将使大型建筑企业的固有优势得到进一步凸显，而资质较差、实力较弱的中小建筑企业将面临的市场竞争压力加大

承担工程总承包（EPC）任务的公司必须具备与工程总承包相适应的设施、经验、技术、管理能力和人力资源，也因此能够获得较分包商高很多的盈利。但受项目业主利益驱动，目前国内市场中工程总承包项目仅为 10% 左右，主要集中在石化、化工、电力、冶金等专业工程领域。目前，国家主管部门正在着力推进工程总承包模式，工程总承包运行模式的推广将使大型建筑企业的固有优势得到进一步提升。综合来看，工程总承包（EPC）是国际通行的工程建设实施方式，该模式有利于克服设计、采购、施工相互制约和脱节的矛盾，使各环节的工作合理交叉，确保工程进度和质量，更重要的是，有能力的总承包商通过参与设计阶段的项目能获得相对于施工项目更高的利润。

海外业务为我国建筑企业提供了更为广阔的市场空间，但同时亦加大相关企业的业务运营风险

在我国政府“走出去”的政策支持下，我国施工企业在国际市场承揽的业务量快速增大，市场空间的扩大使企业收入增加。通常来讲，地域多元化可以提升专注一地的区域性建筑施工企业的抗风险能力。海外市场开拓伴随着各种风险因素，除与国内市场相同的固有风险外，由于海外业务模式以及所处环境不同，海外风险有着自身的特点。项目所在国政治事件或政府行为以及与其他国际政治关系可能会导致政治风险；当地社会行为、文化、宗教信仰情况，以及当地社团组织、居民对境外工程承包商的要求与态度等，可能会带来社会人文环境风险；当地宏观经济形势变化和各项法律法规政策规定可能会带来经济、劳务和法律等风险。综上可得，海外业务的经营风险可能要比国内更高，对企业的风险控制能力也提出了更高要求。

竞争优势

公司股东实力雄厚

公司控股股东中冶集团前身是成立于 1982 年的中国冶金建设公司，是国务院国资委监管的大型中央企业，也是我国乃至全球最大的工程建设综合企业集团之一，以及我国专业化经营历史最久、专业设计能力最强的冶金工程承包商。经过多年的发展，中冶集团已形成集科研开发、咨询规划、勘察测绘、监理设计、建筑施工、房地产综合开发、设备安装、设备制造与成套设备、资源开发、工业生产、技术服务与进出口贸易于一体，多专业、跨行业、跨国经营的综合性特大型企业集团，在美国《工程新闻记录》（ENR）杂志发布的“2017 年度全球工程承包商 250 强”排名中位居第 8 位。

公司是全球最大的工程建设综合企业集团之一，是我国市场份额最大、专业化经营历史最久的冶金工程承包商

自二十世纪四十年代末鞍钢恢复生产开始，公司即先后参与了鞍钢、本钢、武钢、包钢、攀钢、马钢、宝钢、太钢、沙钢等我国几乎所有大型钢铁联合企业的规划、设计或建设，参与创建了我国钢

铁行业发展的诸多重大的里程碑，是我国冶金工业建设的主导力量与领导者。此外，作为我国冶金工业建设领域的领军企业，公司亦注重海外冶金工程承包业务的拓展，相继开拓了包括印度、日本、加拿大、巴西、德国、南非和澳大利亚等在内的数十个国家和地区的冶金工程承包市场，完成了大批具有重要影响和良好经济效益的冶金工程项目，在全球冶金工程承包领域享有较高的声誉，目前中国中冶在全球治建市场占有率达到 60%²左右。

公司在境内外拥有丰富的金属矿产资源，具备较为完整的矿产资源开发及加工产业链条

中国中冶是我国进行境外资源开发的重要企业之一，在我国政府鼓励大型中央企业“走出去”的政策背景下，公司在巴布亚新几内亚、阿根廷、阿富汗、巴基斯坦、澳大利亚等国家和地区进行金属资源的开发及加工。另外，公司亦是我国拥有矿产资源最丰富的国内企业之一，在境内辽宁、内蒙古、湖南等地区也进行铁、铅、锌、钒等金属资源的开发，并具备锌、铅、铜等金属的冶炼加工能力。中诚信证评认为，公司拥有国内领先的黑色和有色金属资源设计、开发技术和能力，拥有矿山开发、建设，矿产资源采、选、冶的一体化产业链，在有效降低运营成本的同时，也通过矿产资源采选业务享受资源价格上升的收益，并通过资源冶炼业务提高整体盈利水平，增强公司资源开发能力和抵御周期性风险的能力。

业务运营

中国中冶主营业务分为工程承包、房地产开发、装备制造和资源开发四大板块，近年来公司业务整体保持平稳运行，营业收入规模逐年小幅增长。2015~2017 年，公司实现营业收入 2,173.24 亿元、2,195.58 亿元和 2,440.00 亿元。分业务板块来看，2015~2017 年公司工程承包实现分别收入 1,843.01 亿元、1,851.92 亿元和 2,050.76 亿元，逐年小幅上涨；同期房地产开发实现收入 194.05 亿元、222.91 亿元和 247.94 亿元，收入呈上升态势。此外，资源开发、装备制造等业务亦系公司收入的

稳定来源。

表2：2015~2017年公司营业收入情况

单位：亿元

业务板块	2015	2016	2017
工程承包	1,843.01	1,851.92	2,050.76
资源开发	29.23	37.42	56.56
装备制造	85.02	47.50	55.16
房地产开发	194.05	222.91	247.94
其他	21.93	35.83	29.58
合计	2,173.24	2,195.58	2,440.00

注：板块收入已做内部抵消处理

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

工程承包

工程承包是公司的传统核心主业，也是当前其最具竞争实力、收入总额最高的业务。目前，公司在国内冶金工程承包领域占有最大的市场份额，拥有涵盖科研开发、咨询规划、勘察测绘、监理设计、土建施工、安装调试、装备制造及成套与技术服务等环节的完整工程建设产业链；并且，利用多年来在冶金工业建设领域积累的核心技术优势与设计施工能力，将工程承包业务的范围扩张至非冶金工程承包领域。

业务资质方面，截至 2017 年末，公司及下属子公司共有资质及许可 700 余项，涵盖工程咨询、工程勘察、工程设计、工程施工、工程监理、工程招标代理、房地产开发、对外承包工程等各方面。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，5 家子公司具有工程设计综合资质。截至 2017 年末公司施工总承包特级资质数量达 31 个，其中，新增建筑工程特级资质数量 2 个，新增市政公用工程特级资质 4 个，为公司开拓非冶金工程建设市场，特别是高端房建业务及市政业务提供了较强的技术保障。

公司工程承包业务主要采用 EPC 总承包/交钥匙总承包的模式，同时还采用设计-采购承包、设计-施工承包、采购-施工承包、项目管理承包等模式。按照时间先后，业务流程可划分为项目评估、投标与报价、中标、设计、采购、施工和工程竣工验收。

结算模式方面，业主会在公司中标后支付相当于总金额价值 5%-10%的履约保证金；后续根据工

² 数据来源：证券时报网

程完成进度分期收取进度款项；项目竣工后，业主将通过第三方认证工程师对公司工程进行最后验收，通过验收后，业主向公司支付最终款项并将约5%至10%作为保留款项，以防维护期内的作业质量出现问题。因此，公司工程承包业务的结算周期相对较长。

近年来，公司不断加大市场开拓力度，工程施工业务承揽总量整体处于较好水平，是其收入总额增长的重要支撑。2015~2017年，公司工程承包实现分别收入1,843.01亿元、1,851.92亿元和2,050.76亿元，近三年呈逐年上升趋势；同期工程承包业务毛利率水平为12.63%、11.14%和11.31%，2016年毛利率水平出现一定的下降，主要系建筑业自2016年5月1日起“营改增”导致合同收入和合同毛利均不包含营业税金及附加的缘故。

合同获取方面，2015~2017年公司工程承包业务（包括海外工程项目）实现新签工程合同额分别3,592.69亿元、4,560.21亿元和5,558.00亿元，呈现持续增长态势。

表3：2015~2017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

表4：2017年公司签订的重大冶金工程建设项目

单位：亿元

项目名称	合同金额
河北纵横集团丰南钢铁有限公司炼钢工程PC承包项目	26.10
河北纵横集团丰南钢铁有限公司焦化项目EPC总承包工程	26.00
河北纵横集团丰南钢铁有限公司1-4号烧结机工程	17.00
河北纵横集团丰南钢铁有限公司炼铁1#、2#、3#、5#高炉PC承包项目设备供货合同	16.30
河北纵横集团丰南钢铁有限公司炼铁1#、2#、3#、4#高炉PC承包项目建筑安装合同	12.30
唐山钢铁焦化有限责任公司5#、6#焦炉环保搬迁工程设计施工总承包合同	8.10
宁波宁钢1号高炉易地大修项目（EPC总承包）	7.00
福建三明全能量回收清洁环保型制焦工程PC总承包工程	6.90
贵州省绥阳循环经济一体化项目40万吨锰系合金异地技改工程	5.90

冶金工程方面，一般分为钢铁冶金和有色金属冶金两大类。2015~2017年公司冶金工程新签合同额分别为608.58亿元、457.67亿元和788.00亿元，占工程承包业务新签合同总额的比例分别为16.94%、10.04%和14.19%。其中2016年受国家对冶金行业产能过剩进行调控以及新环保法等政策逐步实施的影响，公司冶金工程规模有所收缩，2016年冶金工程新签合同总额为457.67亿元，同比减少24.80%。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%。项目承接方面，2017年公司签订的重点冶金工程建设项目（合同金额5亿元以上）主要包括河北纵横集团丰南钢铁有限公司炼钢工程PC承包项目、河北纵横集团丰南钢铁有限公司焦化项目EPC总承包工程及河北纵横集团丰南钢铁有限公司1-4号烧结机工程等项目，合同金额5亿元以上的重大工程项目合计156.60亿元，冶金工程项目储备较充足。

上海宝钢股份有限公司煤场全门架封闭改造工程	5.50
广东阳江广青金属科技有限公司不锈钢深加工工程机电设备成套	5.20
广东阳江广青金属科技有限公司不锈钢深加工技术改造主体配套及公辅总承包合同	5.10
河北纵横集团丰南钢铁有限公司 1-4 号烧结机配套活性焦烟气净化工程	5.10
河北省沧州达力普石油专用管有限公司石油管退城搬迁技改项目一期 I 标段工程	5.10
河北纵横集团丰南钢铁有限公司轧钢 3#1780mm 热轧带钢生产线及 2#1450 轧线与 3#1780 轧线共用水处理区域建筑安装	5.00
合计	156.60

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

非冶金工程方面，公司充分发挥自身在冶金工程承包领域的经验、技术和施工优势，承接了房屋建筑工程、交通基础设施工程以及矿山、环保、电力、化工、轻工及电子等其他工程领域的承包业务，提供科研、规划、勘察、咨询、设计、采购、施工、安装、维检、监理及相关技术等服务。近年来，公司不断进行产品结构调整，并在民建、公路市政、城市综合体建设等非冶金领域取得新进展。2015~2017 年末公司非冶金工程新签合同额分别为 2,984.11 亿元、4,102.54 亿元和 4,770.00 亿元，近三年来呈大幅上升趋势，其在新签合同总额中的占比分别为 83.06%、89.96%和 85.81%，项目储备充足。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。

从非冶金工程合同结构来看，2015~2017 年公司房屋建筑工程新签合同额分别 2,104.75 亿元、2,325.95 亿元及 2,530.00 亿元，呈上升态势；同期，公司交通基础设施工程新签合同额分别为 339.22 亿元、1,106.37 亿元及 1,403.00 亿元，呈大幅上升态势，公司交通基础设施工程新签合同对于非冶金工程占比由 2015 年的 7.11%上升至 2017 年的 29.41%。

目前，公司在房屋建筑工程方面已完成的代表性项目包括国家体育场（鸟巢）钢结构（安装）、北京五棵松文化体育馆、北京金融街威斯汀大酒店、重庆国际会展中心、重庆大都会广场工程、上海太平洋大饭店等，多次获得中国建筑钢结构金奖及中国建筑工程鲁班奖等奖项；在交通基础设施工程方面，公司已完成的代表性项目包括乍浦嘉兴苏州高速公路工程、沪宁高速公路、京杭运河钱塘江

沟通工程、广西马梧高速公路等；在其他领域，公司完成了武钢北湖排水废水闭环利用工程、广州李坑生活垃圾焚烧发电厂等项目，其中武钢北湖排水废水闭环利用工程是我国钢铁行业处理能力最大的废水回用工程。2017 年，公司充分发挥科研与工程一体化的创新优势，加快把冶金领域的技术优势向基本建设和新兴产业领域进行延伸并持续创新，共获得 14 项工程获鲁班奖。

项目承接方面，2017 年公司签订的重大非冶金工程建设项目主要包括江苏 G30 连云港-霍尔果斯高速公路清水驿至忠和段扩容改造（北绕城东段）工程 PPP 项目、四川乐山高新区高新产业园项目工程总承包项目（PPP 项目）及江苏徐州市城东大道高架快速路工程等项目，相关重大工程项目合计 449.70 亿元，非冶金工程项目储备较充足。中诚信证评认为，公司能够利用多年来在冶金工业建设领域积累的核心技术优势与设计施工能力，积极向非冶金工程承包领域延伸，这一方面体现了公司具备完善的工程承包资质体系及技术水平，能够为多样化的非冶金工程承包行业提供服务；另一方面，也体现了公司通过积极构建多元化的工程承包业务结构，增强了工程承包主业抵御经营风险的能力。

表 5：2017 年公司签订的重大非冶金工程建设项目

单位：亿元

项目名称	合同金额
江苏 G30 连云港-霍尔果斯高速公路清水驿至忠和段扩容改造（北绕城东段）工程 PPP 项目	86.60
四川乐山高新区高新产业园项目工程总承包项目（PPP 项目）	43.50
江苏徐州市城东大道高架快速路工程	33.10
武汉黄陂区机场快线及路网建设工程 PPP 项目施工总承包合同（PPP 项目）	32.10
贵阳市轨道交通 2 号线二期工程施工总承包项目（PPP 项目）	32.00
甘肃通渭至定西高速公路项目	28.30
江苏扬州京华城中城 A4、A5 地块房屋及配套设项目	25.00
广东省宝龙龙湖体育运动公园建设及宝龙片区道路提升改造 EPC 项目	24.90
四川省南充市顺庆区城市主干道及城市广场提升改造 PPP 项目（PPP 项目）	22.80
湖北武汉至大悟高速公路（南湖村至河口段）项目	22.50
延平新城产业园区设计-采购-施工（EPC）工程项目（PPP 项目）	21.40
四川简阳市河东环线快速通道项目 2 标段	20.50
新疆阜康产业园产城融合示范项目	20.00
四川简阳市河东环线快速通道项目 1 标段	19.40
四川成都创意路（原兴隆 122 路）等 5 个融资建设项目	17.60
合计	449.70

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

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，总投资达到 2,724.03 亿元，包括合同额 86.60 亿元的江苏 G30 连云港-霍尔果斯高速公路清水驿至忠和段扩容改造（北绕城东段）工程 PPP 项目和合同额 35.40 亿元的河北省衡水市滏南新区综合管廊项目（PPP 项目）等重点工程项目。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。

从业务类型来看，除传统的市政、公路及房建项目以外，公司积极打造城市地下示口管廊、特色主题公园等新兴产业，创造新的利润增长点。公司作为国内最早的地下综合管廊建设者，在综合管廊领域内具备项目全过程、全产业链专业集成综合能力和整体优势。2017 年，公司中标河北省、昆明市等 42 个地下综合管廊项目，中标项目里程 417.40

公里，投资额 452.50 亿元，在国内管廊市场中持续保持领先地位。在特色主题工程领域，公司是目前国内唯一一家拥有主题公园设计施工资质的企业，与美国梦工厂、乐高、20 世纪福克斯建立了战略合作伙伴关系。目前，公司已成功完成了新加坡圣淘沙环球影城东珠海长隆海洋世界、上海迪士尼度假区探险岛及明日世界和国内最大的室内主题乐园南京东方龙之谷等一批主题项目的建设。此外，公司具备海绵城市建设领域全产业链建设和服务能力，2017 年中标吉林省四平市海绵城市 PPP 雨污分流项目（PPP 项目）、吉林省四平市海绵城市（二期）建设工程等项目。中诚信证评认为，基础设施建设投资以及新兴产业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。

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，承揽俄罗斯圣彼得堡中俄友谊会展中心项目、科威特医保医院项目、科威特现有 6 环线至 82 号立交桥之间道路和立交系统的施工、完工及维护工

程等重大项目。2017 年，公司海外工程新签合同额 570.54 亿元，占当期新签合同总额的 10.26%，目前各项目进展顺利。

表 6：2017 年公司签订的主要海外工程项目

单位：亿元	
项目名称	合同金额
俄罗斯圣彼得堡中俄友谊会展中心项目	40.20
科威特医保医院项目	36.50
科威特现有 6 环线至 82 号立交桥之间道路和立交系统的施工、完工及维护工程项目	32.80
巴布亚新几内亚翡翠城项目（一期）住宅工程	23.80
斯里兰卡科伦坡 1 区地产综合开发项目	21.10
印尼 Amonggedo 镍铁厂项目	20.80
德信 2*1780m3 高炉工程项目	10.90
德信转炉炼钢连铸工程项目	9.90
河钢塞尔维亚有限公司技术改造项目	7.20
越南和发炼钢总包项目	6.50

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于房建、城市综合体和公路市政等非冶金工程市场的进一步拓展，公司非冶金工程施工承揽规模大幅提升。公司在工程承包业务上收入规模及新签合同金额保持持续增长，抵御市场风险的能力有所增强。

装备制造

装备制造业务是公司冶金工艺技术和施工技术的优势向装备制造领域的延伸。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。2016 年受国内钢铁行业产能过剩、冶金设备市场不景气等因素，公司冶金装备制造业务收入规模大幅下滑，2017 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略有回升，使得公司年收入规模有所增长。2015~2017 年公司装备制造业务营业收入分别为 85.02 亿元、47.50 亿元和 55.16 亿元，呈现波动态势；同期毛利率分别为 14.46%、11.45%和 10.12%，装备制造板块整体盈利能力弱化。

装备制造板块的盈利模式主要包括对冶金设备及其零部件、钢结构及其他金属制品的研发、设计、制造、销售、安装、调试、检修以及相关服务，公司通过销售设备并提供后续配套服务，剔除设备

的生产成本等获得盈利。在结算模式上，公司以工程项目为依托，根据签订的合同约定的方式进行结算，对超过 12 个月的重大的制造设备采取按照工程进度分期结算的方式，其它设备制造一般在设备安装调试后进行结算。结算时，一般会按照合同金额扣除 5%的质量保证金，待设备正常运行 1 年后支付。

近年来，受钢铁、煤炭等行业产能过剩的影响，公司的装备制造业务也面临转型，正逐步退出市场前景不佳、技术含量不高、自身盈利能力不强且产能存在重复建设的低效业务，向大型场馆、超高层建筑等高端钢结构建筑领域迈进，并尝试将智能制造、互联网+、3D 打印等先进制造技术在装备制造业务中的应用。下属上海宝冶集团有限公司将其主要产品定位在大型场馆、市政公用设施、高层建筑及其它行业钢结构；下属中国五冶集团有限公司在城市轨道交通、磁悬浮列车的站台和桥体钢构方面取得了不俗的业绩；下属中国一冶集团有限公司在大型 LPG 船罐制作已牢牢占据国内同类产品 80% 以上市场。

在专用设备方面，下属子公司中国一冶集团有限公司现拥有压力容器 A2、A3 资质，并获得了美国阿斯米 U 和 U2 认证、美国国家锅炉压力容器检验师协会（NBBI）认证及中国船级社（CCS）、日本海事协会（NK）和法国船级社（BV）认证，压力容器品牌已在行业中享有了相当的知名度。中冶建筑研究总院有限公司的“高效节能连铸坯火焰切割系统技术与设备”、“连铸坯氢氧火焰切割技术与设备”和“连铸坯在线高压气体吹扫去渣技术与设备”三个核心技术，组成了具有特色的“高效环保连铸坯火焰切割系统”，受到国际知名企业的认可。

总体来看，近年来公司充分利用其自身的科研实力，在加强装备制造板块逐步向高端转变的同时，进行产品结构调整，进入钢结构领域。但中诚信证评也关注到，受上游行业景气度变化影响，公司在装备制造板块的收入整体有所波动且盈利能力趋于弱化。

资源开发

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。公司资源开发业务包括矿山开采、冶炼及加工业务，其资源开发业务的投资或运营模式包括直接获取矿权投资开发、合资合作开发、并购境外拥有矿权的矿业公司以及租赁经营等。

从产品品种来看，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。受大宗商品价格波动以及矿产开发周期较长的影响，近年来公司资源开发收入及毛利率水平呈上升趋势。2015~2017 年，公司资源开发业务分别实现收入 29.23 亿元、37.42 亿元和 56.56 亿元，同期该板块毛利率水平分别为 -9.68%、11.57% 和 28.60%。其中 2015 年由于镍价大幅下跌，营业收入占比较大的瑞木镍钴项目毛利率同比大幅下滑，使得当年公司资源开发业务毛利率跌至为 -9.68%，呈亏损状态；2016 年受多晶硅和镍价企稳回升，当年公司资源开发业务毛利率呈现明显回升；2017 年，该板块毛利水平升至 28.60%。

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。山达克铜金矿项目方面，2017 年山达克铜金矿项目提前完成北矿体 920 万吨的剥离工作，并与巴方山达克金属有限公司签署《巴基斯坦山达克铜金矿项目租赁合同》，山达克项目将进入第三个租赁期。当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%。2017 年山达克铜金矿项目累计实现销售收入 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%。2017 年，该项目全年平均达产率 108%，单月最高达到 114%，单位生产成本指标继续降低，镍钴回收率得以再提高，项目盈利能力显著增强。

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。由于矿资源开发主要集中在海外，海外资源开发面临政治、结算、跨国资金调配和汇率等多项风险因素。阿富汗艾娜克铜矿项目方面，2014 年，阿富汗政府未按合同要求落实磷矿和煤矿资源，至今也没有完成文物发掘、土地征用、村庄搬迁工作和扫雷排雷等工作，严重影响了项目的正常进展。但中阿两国元首于 2014 年 10 月发表的联合声明明确指出“双方愿通过友好协商，推动这个项目取得实际进展”。在双方已达成共识的基础上，公司 2014 年初向阿富汗政府提交了可行性研究报告初稿，以便双方共同探讨项目的经济性问题。2015 年 4 月，中阿双方就艾娜克铜矿项目可行性研究报告的技术性达成了一致，同年 7 月公司与阿富汗矿业石油部开展了首轮采矿合同修改谈判，提出修改合同的具体方案，截至 2017 年末，该项目仍处于修改采矿合同谈判的过程中，目前正在等待阿富汗矿业石油部对公司提交的修改采矿合同详细议题的反馈意见。巴基斯坦杜达铅锌矿项目方面，公司全力推进该项目的精细化管理和现场标准化建设，优化采矿设计和施工生产布局，下部系统相关改造与新增工程按计划有序推进，上部系统产品产量逐渐提高。2017 年 12 月 20 日，工期一年的竖井恢复工程提前 2 个月完成竣工验收并试运行。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%。

多晶硅业务方面，受到 2012 年以来整个多晶硅行业持续不景气的影响，公司近年多晶硅产销量及收入持续下降。受多晶硅价格下降幅度较大的影响，2015 年公司按预计可收回金额对多晶硅生产线执行减值测试，截至 2016 年末，与多晶硅相关的固定资产减值准备约为 4.86 亿元。2017 年末公司对可收回金额的现值进行评估，根据评估结果，当年无需额外计提减值准备。

总体看来，近年来公司资源开发业务收入规模及毛利率均呈上升趋势，中诚信证评同时也关注到，海外资源开发风险很大，不确定因素很多，且

有色金属市场价格波动显著，这对资源开发型企业 and 有色金属冶炼加工型企业构成一定的盈利压力，中诚信证评将对该板块未来经营情况保持关注。

房地产开发

公司控股股东中冶集团是国资委指定的 21 家以房地产为主业的中央企业之一，公司下属的中冶置业有限责任公司（以下简称“中冶置业”）是其主要的房地产运营平台。公司房地产业务主要包括商品房、保障性住房、土地一级开发、商业地产以及相关物业管理业务。近年来，公司通过资源重组和业务整合完成了向跨区域、集团化运作的房地产企业转变，经营业务涉及商品房开发、保障房建设、土地一级开发等多个领域，综合抗风险能力进一步增强；并且，公司依托自身很强的工程施工能力，通过拓展城市综合建设项目的新模式，使工程承包板块和房地产开发板块实现了协同发展。经过多年的发展，公司的房地产开发业务已进入北京、上海、天津、南京等 60 多个城市。中冶置业在 2017 年中国房地产百强企业排名较上年提升 6 位排名第 42 位，成为近两年来百强榜单中提升速度最快的企业。

随着房地产板块不断向高品质、高盈利转型的影响，公司近年来房地产销售收入呈逐年增长的态势，毛利率水平波动上升。2015~2017 年，公司房地产开发业务实现营业收入 194.05 亿元、222.91 亿元和 247.94 亿元；同期毛利率水平为 19.95%、27.25%和 24.87%。

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，2015~2017 年公司完成房地产投资总额分别为 79.76 亿元、142.98 亿元和 212.67 亿元。在房地产开竣工方面，2015~2017 年公司房地产竣工建筑面积分别为 341.61 万平方米、185.14 万平方米及 184.94 万平方米，同期新开工建筑面积为 178.75 万平方米、187.06 万平方米及 189.93 万平方米，2016~2017 年新开工建筑面积均大于同年竣工建筑面积。

房地产销售方面，2015~2017 年公司签约销售

额为 108.16 亿元、211.82 亿元及 231.87 亿元，随着近年房地产市场的回暖，公司房地产销售情况稳步提升。

表 7：2015~2017 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，2015 年公司新增土地占地面积 13.86 万平方米，购地金额总计 40.39 亿元。2016 年，公司新增土地储备 4 块，占地面积 22 万平方米，购置金额 130.95 亿元，主要用于商品房开发；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，总建筑规模约 85 万平方米。考虑公司近年来的销售情况，公司现有土地储备对公司未来房地产业务的开展具有一定的支撑作用。

总体来看，公司近年来房地产销售呈现明显改善，且公司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。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《公司章程》等相关法律、法规的规定，建立了由公司股东大会、董事会、监事会和管理层组成的公司治理架构，制订和完善了相关内部控制制度，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

股东大会是公司权力机构，公司董事会对股东大会负责，依法行使公司的经营决策权。董事会由 5-11 名董事组成，董事会设董事长 1 名，可以设副董事长 1 名。董事长、副董事长由全体董事的过半数选举和罢免，任期三年，可以连选连任。董事会制定《董事会议事规则》，以确保董事会落实股东大会决议。监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人。

监事会成员由股东代表监事和职工代表监事组成。股东代表监事由股东大会选举和罢免。监事会成员中职工代表监事的比例不低于监事会成员的三分之一，由公司职工民主选举和罢免。监事的任期每届为三年。监事任期届满，连选可以连任。监事会是公司的监督机构，负责检查公司财务，对公司董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

内控管理

在内部控制方面，公司在决策管理、财务管理、业务管理、以及风险控制等方面建立了一系列的规章制度。

在决策管理方面，公司依照《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》以及《总裁工作细则》，明确了决策管理权限。另外，公司还对公司预算、投资管理实行统一决策，即公司（本部）和各子公司的年度预算、所有投资活动由公司股东大会或董事会集中决策，各子公司编制的年度预算、投资计划须经总裁办公会议初审，送董事会审核后报股东大会批准。在进行重大投资和资本运作前必须进行可行性研究，并提交论证评估报告，对达到送审条件的投资项目，经公司董事会或股东大会审批通过后，由规划发展部办理批复文件。

财务管理方面，公司根据企业会计准则及相关法律法规的规定，建立了规范、完整的财务管理控制制度以及相关的操作规程。同时进一步梳理财务会计的业务流程，规范了财务核算、财务管理与监督，保障了国有资产的完整和增值，促进了企业管理、经济效益的提高。

业务管理方面，公司针对不同的业务类型，制定了相应规章制度，形成了一套较为完善的业务管理制度与运作流程。在工程建造、物资材料采购、工程项目管理和成本控制、销售收款及资金管理等各个业务相关方面，公司均建立了相应的业务管理流程，规范了项目初期承接、中期实施、竣工验收各阶段的基本运作流程，加强了项目营销、预算管理、成本控制、合同管理、分供方管理管理工作的合规性、有效性，明确了相关部门和岗位的职责、

权限，确保岗位相互分离、制约和监督。

风险控制方面，公司通过预算管理、投资管理等形式对公司长、短期风险进行识别、评估，再针对各风险控制点，建立相应的风险管理办法。公司对企业面临风险进行了分类及梳理，提出了不断完善各风险管理的措施。制定了《风险控制管理制度》、《对外投资管理制度》、《对外担保管理制度》、《债务融资管理办法》等规章制度，以对财务风险和经营风险进行全面防范和控制。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

公司针对各业务板块的不同特点和优势，分别制订了各个业务板块的具体发展计划。

在冶金工程方面，公司组织专家小组编制了《冶金建设国家队行动手册》，并成立了国家队建设专家委员会，为国家队建设提供综合资讯、技术指导及技术评估。为保证公司在冶金工程领域的领先地位，公司将继续保持足够的研发投入，促进各子公司专利和技术提升，把冶金建设国家队研发出来的核心技术搭载在产品上，形成市场优势，最终实现冶金建设的全球市场占有率持续提升，在冶金领域保持世界第一的地位。

新兴产业方面，公司将多年形成的工程技术经验、多学科、多专业集成优势快速延伸转化为在新兴产业领域的新优势，将传统优势和再造的新优势结合起来。公司要求下属可研设计类企业必须把国家建设以外的工程技术人才和技术优势进行创造性转化，向城市地下综合管廊、大型主题公园建设、海绵城市、智慧城市、美丽乡村、环境保护与新能源等新兴产业领域发力。

装备制造方面，公司将继续利用工艺设计与设备设计相结合的技术优势，推动产品结构调整和产业升级，逐步实现钢结构产品向高附加值品质型的转变，加强该板块与工程承包业务的协同效应，实现产业的良好发展。

资源开发方面，公司将继续按照“重点推进项

目、暂缓推进项目和资产处置项目，区别对待，分类实施”的原则，对海外资源开发项目进行分类推进，加强重点项目建设，严控海外项目风险，并积极推动资产处置项目的进度。

房地产开发方面，面对当前的房地产市场，公司仍将控制新项目开发节奏，加大在建项目的投入，推进去存货化；同时加大产品销售力度，加快资金回笼。

总体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求，其发展战略有望逐步实现。

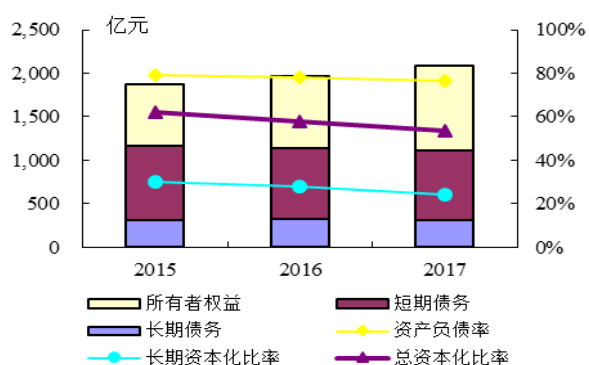
财务分析

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

近年公司资产规模呈上升趋势，2015~2017年末总资产分别为3,437.63亿元、3,774.92亿元和4,145.65亿元。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，2015~2017年末所有者权益分别为711.55亿元、831.08亿元和973.20亿元。同期公司负债逐年增长，近三年末分别为2,726.08亿元、2,943.84亿元及3,172.45亿元；而资产负债率分别为79.30%、77.98%和76.52%，同期总资本化比率分别为62.14%、57.85%及53.29%，由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营行业，因此公司负债率处于相对较高水平，但呈现逐年回落态势。

图 6：2015~2017 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，2015~2017年末流动资产占总资产的比重分别为80.16%、80.21%及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%。存货的构成中，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为存货的主要构成，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%。应收账款方面，公司的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，公司近年来应收账款有所增长，2015~2017年末应收账款分别为636.63亿元、695.45亿元及734.96亿元。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，工程包括民生建设、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，因此近年来公司应收账款出现增长。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%。2017年末公司应收账款余额前五名均为非关联企业，占比最大的企业占3.36%，前五名企业总计占应收账款总额的比重为10.31%，应收账款的集中度较为分散。货币资金方面，受限制的金额占比较小，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。

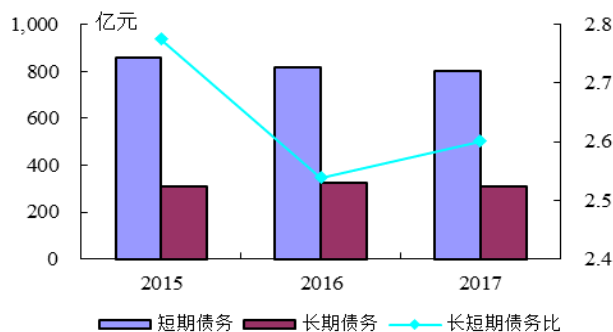
公司非流动资产主要由固定资产、无形资产及长期应收款构成。近年来公司固定资产逐年小幅下滑，2015~2017年末公司固定资产分别为301.54亿元、300.38亿元及286.03亿元；同期无形资产为145.27亿元、144.17亿元及154.19亿元。截至2017年末，公司的长期应收款主要包括公司保障性住房、城市基础设施建设等BT类项目的应收长期工程款（148.88亿元）以及对外拆借资金（86.00亿元），由于2017年对外拆借资金规模大幅增加，当期末公司一年以后到期的长期应收款规模为235.41亿元，同比上升108.75%。

公司的负债主要由应付账款、预收账款及付息

债务构成。2015~2017 年末，公司应付账款分别为 934.14 亿元、1,119.99 亿元及 1,174.99 亿元。公司预收账款主要为建造合同的预付款、已结算未完工款项以及预收售楼款，2015~2017 年末，公司预收账款分别为 301.40 亿元、331.61 亿元和 438.61 亿元，2017 年显著增长主要由于收到的已结算未完工工程款规模增加。

债务方面，近年来公司总债务规模有所控制，总债务规模逐年下降，2015~2017 年末，公司总债务分别为 1,167.94 亿元、1,140.72 亿元和 1,110.17 亿元。从债务期限结构来看，2015~2017 年末，公司长短期债务比分别为 2.77 倍、2.54 倍和 2.60 倍，短期债务占比较高，公司债务期限结构不甚合理。

图 7：2015~2017 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，随着公司业务的稳定发展，公司资产规模及自有资本实力稳步增长，资本负债水平总体呈下降态势，资本结构有所优化。但中诚信证评关注到，公司的外部融资规模仍然较大，且债务期限结构以短期债务为主，公司面临一定的短期偿债压力，债务期限结构有待优化。

盈利能力

2015~2017 年公司实现营业总收入分别为 2,173.24 亿元、2,195.58 亿元和 2,440.00 亿元。细分业务来看，受钢铁行业产能过剩、冶金建设业务萎缩的影响，2016 年公司装备制造业务收入规模出现下降，但得益于工程承包、资源开发及房地产业务收入的稳定增长，当年公司整体收入规模仍实现微增。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%。

营业毛利率方面，2015~2017 年公司的毛利率

分别为 13.12%、12.83%和 13.09%，毛利率水平总体上保持平稳。分板块来看，房地产板块近年毛利率水平出现较大上升；工程承包及装备制造板块近年来总体呈现小幅下滑；资源开发板块 2015 年毛利率大幅下降，2016 年以来盈利能力持续好转。

表 8：2015~2017 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	12.83	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，2015~2017 年公司的三费合计分别为 141.06 亿元、143.19 亿元和 179.99 亿元，同期三费收入占比为 6.49%、6.52%和 7.38%。其中 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。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 9：2015~2017 年公司期间费用分析

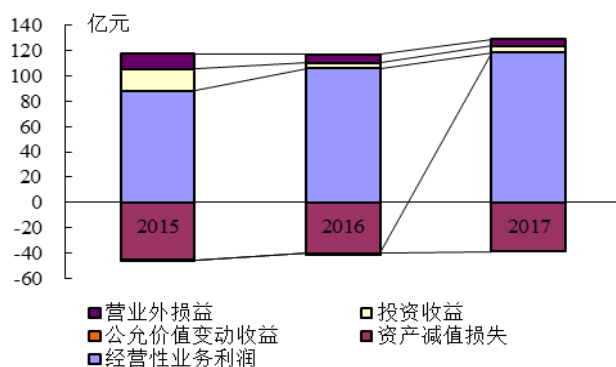
单位：亿元、%			
科目	2015	2016	2017
销售费用	15.12	16.65	19.61
管理费用	100.67	104.25	130.18
财务费用	25.27	22.29	30.20
三费合计	141.06	143.19	179.99
营业总收入	2,173.24	2,195.58	2,440.00
三费收入占比	6.49	6.52	7.38

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司的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，2015~2017 年公司的利润总额分别为 71.43 亿元、76.48 亿元和 89.75 亿元。公司近年来业务经营保持稳定，经营性业务利润也持续增长，2015~2017 年分别为 88.04 亿元、105.80 亿元和 118.39 亿元；同期，公司的投资收益分别为 17.35 亿元、4.40 亿元及 5.49 亿元，近年来波动较大，2015 年公司投资收益较大的主要原因是公司陆续转让部分子公司的股权所致，2015

年公司处置子公司共实现 14.79 亿元利得，并计入当年投资收益科目；近年来公司的营业外损益呈现持续下滑态势，同期分别为 12.04 亿元、6.54 亿元和 4.95 亿元，其中政府补助作为营业外收入的主要构成，2015~2017 年政府补助分别为 6.77 亿元、7.07 亿元及 1.67 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收入规模显著减小。此外，近年来公司资产减值损失规模较大，2015~2017 年公司资产减值损失分别为 45.70 亿元、40.23 亿元和 39.09 亿元，主要是计提的坏账损失、存货跌价损失以及固定资产减值损失。坏账损失方面，由于公司业务规模扩大以及结算周期延长造成应收账款及其他应收款较快增长，公司坏账损失也因此逐年增长，2015~2017 年末分别为 23.03 亿元、33.90 亿元及 29.32 亿元；同期公司存货跌价损失分别 7.49 亿元、5.90 亿元及 5.58 亿元，逐年微降，主要由公司存货中部分已完工但未结算的工程项目以及部分库存商品计提的存货减值损失构成；同期固定资产减值损失分别为 8.35 亿元、0.35 亿元及 3.21 亿元，2015 年固定资产减值损失大幅增加主要系公司对巴新瑞木镍钴项目、希兰格拉德铁矿项目以及多晶硅生产线计提固定资产减值所致，2017 年减值计提对象主要为装备制造及资源开发板块的固定资产。2015~2017 年公司分别实现净利润 49.49 亿元、59.70 亿元和 67.12 亿元，近三年逐年上升；同期所有者收益率为 6.95%、7.18%和 6.90%。

图 8：2015~2017 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，近年来公司营业收入逐年增长，毛利率水平保持在稳定水平，同时公司的三费支出也得到较好控制，利润

水平保持稳定增长。但中诚信证评亦关注到，公司每年均计提较大规模的资产减值损失，对公司利润造成侵蚀。

偿债能力

获现能力方面，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，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 141.80 亿元、141.99 亿元和 151.26 亿元，呈现稳中有升的趋势。

偿债指标方面，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别 8.24 倍、8.03 倍及 7.34 倍；同期 EBITDA 利息保障系数为 2.11 倍、2.65 倍及 3.10 倍，EBITDA 对公司债务利息的覆盖率较好，且覆盖程度逐年提升。

现金流方面，公司近年经营性活动净现金流整体呈逐年上升趋势，2015~2017 年经营活动净现金流分别为 153.57 亿元、185.59 亿元和 184.18 亿元，近三年呈净流入状态；2015~2017 年公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.13 倍、0.16 倍及 0.17 倍，经营活动净现金流利息保障系数分别为 2.28 倍、3.46 倍及 3.77 倍，近年公司经营性活动净现金流对债务的覆盖率较好，且覆盖程度逐年提升。

表 10：2015~2017 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。

总体而言，中国中冶作为中国冶金建设行业的行业领导者，具有很强的技术实力和规模优势，且其工程承包、装备制造、资源开发和房地产开发四大板块多元化发展的经营格局已基本形成，业务结构多元化，整体抗风险能力很强；加之公司股东实力雄厚，近年来盈利能力逐步增强、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，中诚信证评评定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；评定“中国冶金科工股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

关于中国冶金科工股份有限公司 2018年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

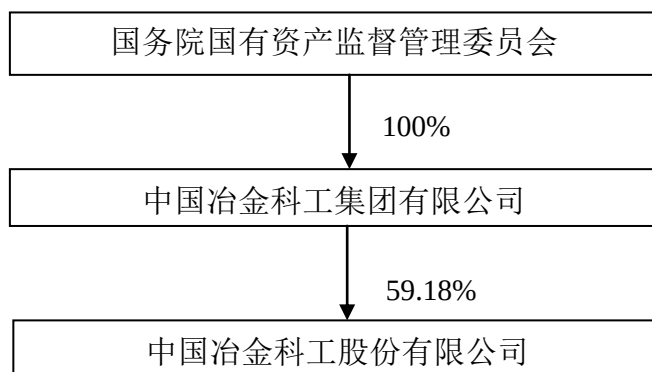
在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

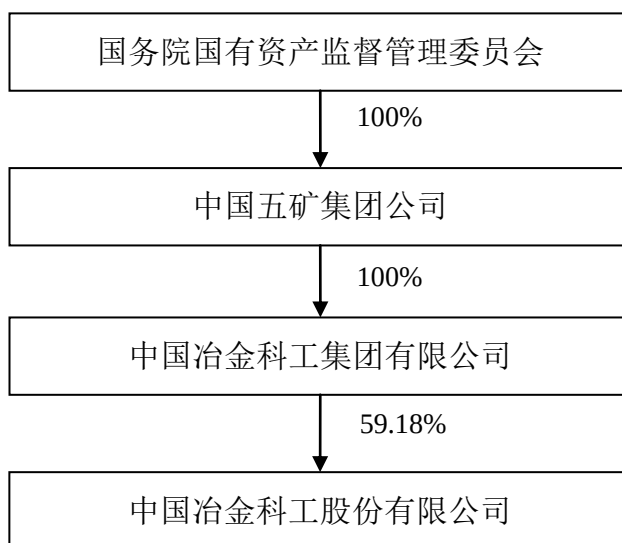
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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：

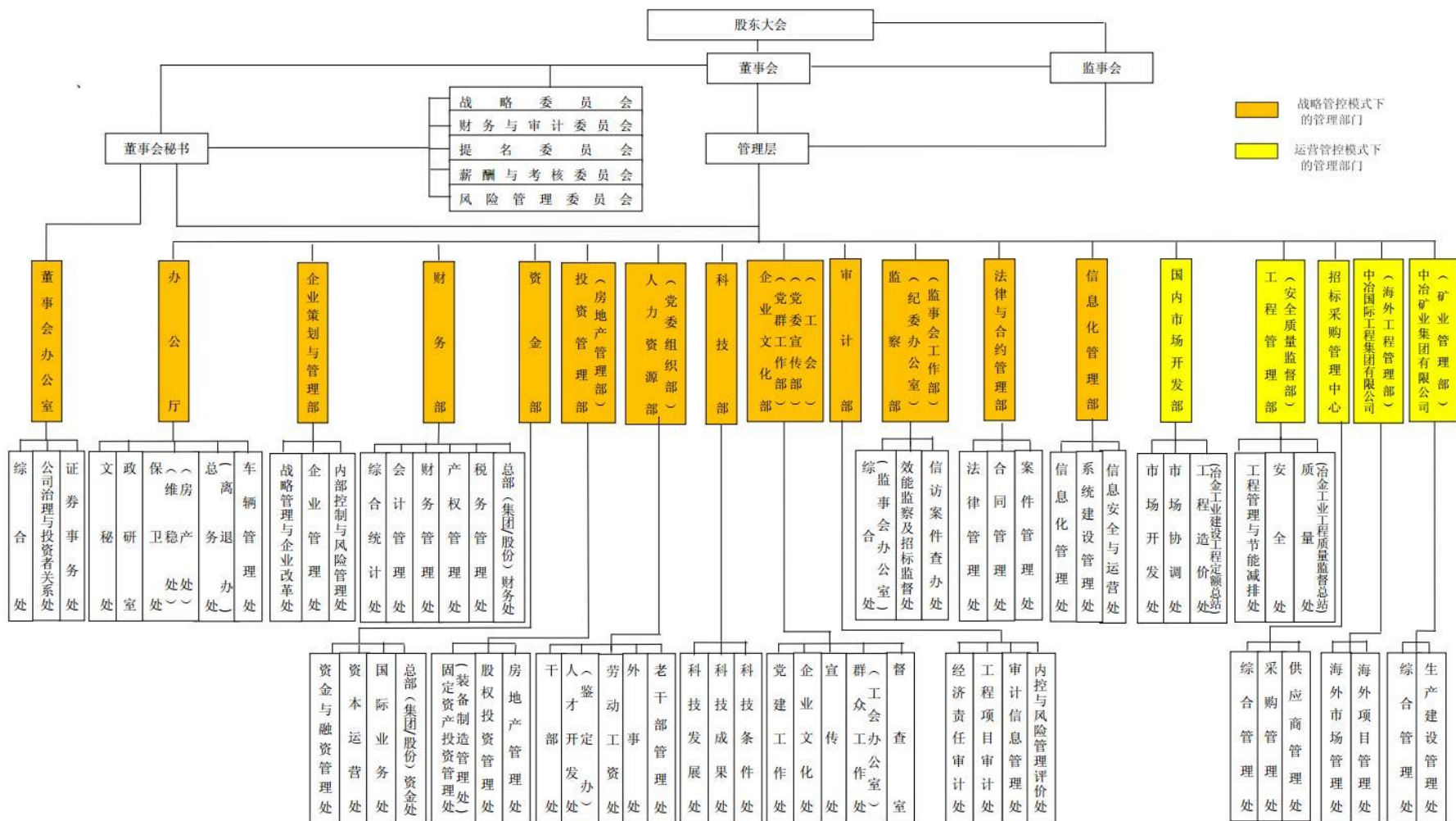


该重组完成后，公司股权结构如下图：



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（短期债务+长期债务）	11,679,417.80	11,407,227.20	11,101,700.00
总负债	27,260,779.50	29,438,390.10	31,724,469.30
所有者权益（含少数股东权益）	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/总债务（X）	0.13	0.16	0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	0.18	0.23	0.23
经营活动净现金/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、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、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+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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益（含少数股东权益）

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。