



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪229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年公开发行公司债券（第一期）”和“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

二零一九年五月二十三日

中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）、 2018 年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	中国冶金科工股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	17 中冶 01		
债券代码	143361		
发行规模	人民币 5.70 亿元		
存续期限	2017/10/25~2022/10/25		
上次评级时间	2018 年 5 月 9 日		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

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）		
债券简称及代码	品种 1 简称“18 中冶 01”（代码：143634）； 品种 2 简称“18 中冶 02”（代码：143635）		
发行规模	品种 1 发行规模 8.70 亿元； 品种 2 发行规模 2.20 亿元		
存续期限	品种 1：3 年期，2018/05/08~2021/05/08； 品种 2：5 年期，2018/05/08~2023/05/08		
上次评级时间	2018 年 4 月 23 日		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

中国中冶	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	831.08	973.20	1,026.69
总资产（亿元）	3,774.92	4,145.65	4,389.16
总债务（亿元）	1,140.72	1,110.17	1,226.20
营业收入（亿元）	2,195.58	2,440.00	2,895.35
营业毛利率（%）	12.84	13.09	12.58
EBITDA（亿元）	141.99	151.26	169.89
所有者权益收益率（%）	7.18	6.90	7.37
资产负债率（%）	77.98	76.52	76.61
总债务/EBITDA（X）	8.03	7.34	7.22
EBITDA 利息倍数（X）	2.65	3.10	2.78

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

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，2018 年新签工程合同总额增加，且业务结构持续优化，抗风险能力增强。同时，跟踪期内，公司收入规模持续增长，经营效益提升，整体偿债能力极强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司资本支出压力加大、房地产销售面临一定不确定性及债务期限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 年公开发行公司债券（第一期）”和“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，2018 年我国固定资产投资持续增长，为公司当前业务开展提供了良好的外部环境。
- 新签工程合同增加，业务结构持续优化。2018 年公司工程承包新签合同总额 6,287 亿元，同比增长 13.11%，其中非冶金工程新签工程合同额为 5,176 亿元，同比增长 8.52%，占当期工程新签合同总额的 82.33%，非冶金工程的稳步拓展使公司工程施工业务结构进一步优化，公司抗风险能力增强。
- 收入规模持续增长，经营效益提升。公司工程承包业务收入占比在 80%以上，在此业务推动下，2018 年收入及盈利规模同比增长，当年实现营业收入 2,895.35 亿元，同比增长 18.66%；全年取得净利润 75.71 亿元，同比增长 12.80%。

分 析 师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月23日

关 注

- 资本支出压力加大。近年来公司在资本运营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，截至 2018 年末资产负债率为 76.61%，未来随着项目逐步推进，公司资本支出压力加大。
- 房地产开发业务面临一定不确定性。受房地产政策持续收紧影响，行业竞争日益加剧，2018 年公司房地产销售规模同比下滑，未来销售面临一定不确定性，项目资金回笼情况需予以关注。
- 债务结构有待优化。截至 2018 年末，公司总债务规模 1,226.20 亿元，同比增长 10.45%，其中短期债务为 902.15 亿元，债务期限结构有待优化。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

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）（以下简称“本期债券”）于 2018 年 5 月 8 日发行，本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期，发行规模 8.70 亿元；品种二为 5 年期，发行规模为 2.20 亿元，本期债券募集资金合计 10.90 亿元，扣除发行费用后，已用于偿还金融机构借款本息。

重大事项说明

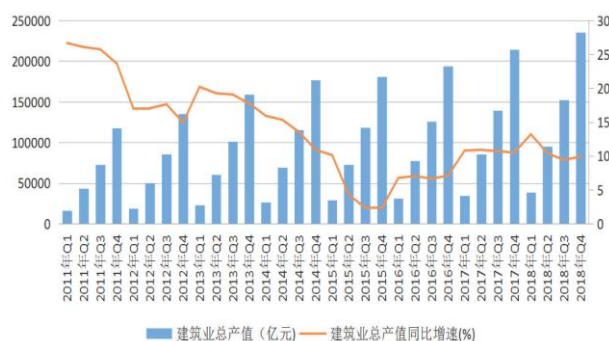
2015 年 12 月 8 日，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）批准，公司控股股东中国冶金科工集团有限公司（以下简称“中冶集团”）与中国五矿集团有限公司（以下简称“五矿集团”）实施战略重组，若重组完成后，中冶集团将成为五矿集团的全资子公司。2016 年 8 月 12 日，中冶集团与五矿集团战略重组获得商务部反垄断局批复，中冶集团实际经营管理权已移交至五矿集团。截至 2018 年末，上述战略重组相关工商登记变更尚未完成，中冶集团作为公司的控股股东、国务院国资委作为公司最终控制人的身份在重组前后未发生变化。

行业关注

2018 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

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。2018 年我国全社会固定资产投资 635,636 亿元，同比增长 5.9%，增速较上年下滑 1.3 个百分点。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%。2018 年，全国建筑业总产值达 235,086.00 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年下滑 0.60 个百分点。

图 1：2011~2018 年全国建筑业总产值及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

虽然近年来全社会固定资产投资继续保持了较快的增长态势，但增速逐年回落，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。从三大投资表现看，受年初至今房地产景气带动，房建投资增速相对平稳，2018 年全国房地产开发投资 12.03 万亿元，比上年增长 9.50%，维持相对高位；基建投资受宏观降杠杆、PPP（Public-Private Partnership）清库以及地方政府债务约束等影响，增速持续下行，2018 年全年增速仅为 3.80%；制造业投资整体虽仍较低迷，但从 2018 年 3 月起已经明显触底回升，2018 年全年制造业投资增长 9.50%，同比提升 4.70 个百分点。

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 年全国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。

中诚信证评认为，随着全社会固定资产投资基数的不断增加，近年全社会固定资产投资增速回落属于正常经济现象。“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取得一定成效，但其未来发展的不确定性亦对建筑企业经营提出更高要求

近年 PPP 项目整体规模持续扩大，落地速度加快，落地率持续上升。截至 2018 年末，全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库累计项目数 8,654 个、投资额 13.20 万亿元，同比净增 1,962 个、投资额 2.6 万亿元；落地项目累计 4,691 个、投资额 7.20 万亿元，落地率 54.20%，同比上升 16.00 个百分点。

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。在地区方面，截至 2018 年末，管理库项目数累计前三位是山东（含青岛）、河南及贵州，分别为 757 个、643 个及 514 个；投资额累计前三位是云南、贵州及浙江，分别为 11,138 亿元、10,083 亿元、9,725 亿元。在行业方面，管理库项目数累计前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，分别为 3,381 个、1,236 个及 827 个，合计占管理库项目总数的 62.3%；投资额累计前三位是市政工程、交通运输、城镇综合开发，分别为 4.00 万亿元、3.80 万亿元、1.80 万亿元。回报机制方面，2018 年由于项目退库、在库项目调整和新入库项目投资额较大，截至当年末管理库累计使用者付费类项目 626 个、投资额 1.10 万亿元，可行性缺口补助类项目 4,721 个、投资额 8.70 万亿元，政府付费类项目 3,307 个、投资额 3.40 万亿元。

从社会资本合作方类型来看，国有独资占比最大，民营企业数量占比有所提升。截至 2018 年末，895 个落地示范项目中包括 456 个独家社会资本项目和 439 个联合体项目。签约社会资本共 1,589 家，包括民营 633 家（占比 39.8%，同比上升 5.2 个百分点）、港澳台 42 家、外商 18 家、国有 855 家（占比 53.80%，较上年下降 4.20 个百分点），另有类

型不易辨别的其他 41 家，当前 PPP 市场仍以国企为主导。

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。此外，对于已进入执行阶段的违规项目，财政部要求其在规定时间内完成整改，方可继续录入项目库。短期来看，部分 PPP 项目被清退甚至暂停实施，整体投资规模相应有所降低，但 PPP 市场在此轮清库工作后将趋于规范，从中长期来看，期限较长的回报模式使市场对于 PPP 项目的资产质量有较高要求，规范措施将有助于提高 PPP 项目的可持续性，助力 PPP 模式的健康有序发展。

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、融资成本高和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

2018 年公司非冶金工程及冶金工程市场同步开拓，当年新签工程合同额提升，并推动业务结构持续优化，抗风险能力增强

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。2018 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，持续加大在高端房建、高速公路、成片开发、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。2018 年公司工程承包新签合同总额 6,287.00 亿元，同比增长 13.11%，全年实现工程承包业务营业收入 2,532.23 亿元，同比增长 23.48%。

表 1：2016~2018 年公司工程承包新签合同额构成

单位：亿元			
业务类型	2016	2017	2018
冶金工程	457.67	788.57	1,111.00
非冶金工程	4,102.54	4,769.73	5,176.00
其中：房屋建筑工程	2,325.95	2,529.85	2,969.00
交通基础设施工程	1,106.37	1,403.39	1,506.00
其他	670.22	836.50	701.00
合计	4,560.21	5,558.30	6,287.00

注：含海外工程项目，2018 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。2018 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 1,111.00 亿元，同比增长 40.89%。

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。2018 年公司非冶金工程新签合同额为 5,176 亿元，同比增长 8.52%，占当期工程新签合同总额的 82.33%。从工程合同结构来看，2018 年公司房屋建筑新签合同额为 2,969.00 亿元，同比增长 17.36%；同期交通基础设施工程新签合同额为 1,506.00 亿元，较上年增长 7.31%。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。

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。由于海外项目风险系数较高，且该类项目管理难度较大，近年来公司海外市场拓展速度有所放缓，2018 年海外工程新签合同额 443.05 亿元，同比下降 22.35%。

此外，近年来政府对 PPP 业务的大力推进，为建筑业发展带来新的机遇与挑战。2018 年公司结合市场情况及监管要求，及时调整 PPP 业务的经营策略，进一步严控风险，提高单个项目规模、质量，控制数量，全年中标 PPP 项目 47 个，较上年减少 96 个，项目总投资 1,066.85 亿元，同比下降 60.84%，后续 PPP 项目承揽情况值得关注。从行业分布情况来看，公司 PPP 项目类型主要包括市政工程、交通运输、城镇综合开发、生态建设和环境保护及保障性安居工程等领域。中诚信证评也关注到，资本运营项目相比于传统施工面临更大的风险，未来随着

资本运营项目的持续推进，公司面临的资本支出压力将增大，短期内投融资压力难减，债务规模亦或进一步上升，中诚信证评对相关 PPP 项目的后续资金到位情况及项目建设进展予以持续关注。同时，PPP 模式监管政策趋严，且项目运营及回款周期较长，对公司的资金管理及风险管控能力提出了更高要求。

2018 年冶金装备制造行业景气度回升，公司装备制造业务收入规模实现增长；2018 年公司剥离毛利水平较低的冶炼业务，致使全年资源开发业务收入同比下降，而该板块盈利水平好转

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。在钢铁行业供给侧改革等政策有效推进下，2018 年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，全年装备制造业务实现营业收入为 63.86 亿元，同比增长 15.77%；当年毛利率提升 2.85 个百分点至 12.97%，装备制造板块盈利水平好转。

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。公司现有资源开发业务集中于镍、铜、铅、锌等金属矿产资源的采矿、选矿和冶炼等领域。2017 年 12 月公司将冶炼加工业务经营主体的股权进行转让，致使 2018 年资源板块收入规模降至 52.21 亿元，同比下降 7.69%，但受益于毛利水平较低冶炼业务的剥离，当年公司该板块毛利率上升至 32.41%，同比提升 3.81 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。2018 年山达克铜金矿项目生产经营平稳运行，全年累计生产粗铜 1.25 万吨，同比增长 25%，实现销售收入 6.46 亿元，同比下降 7.71%。

阿根廷希拉格兰德铁矿项目方面，2018 年销售铁精粉库存 5.92 万吨，同比增长 43.00%，实现销

售收入 0.29 亿元，同比增长 7.41%，鉴于该铁矿地理位置偏远，运输成本较高，2018 年底公司已将该矿关停，后期计划进行转让。

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。2018 年该项目全年平均达产率 108.40%，单位生产成本低于国际同类项目，项目盈利能力显著增强。2018 年该项目生产氢氧化镍钴折金属镍 3.54 万吨，折金属钴 0.33 万吨，产量基本与上年持平，全年实现销售收入 26.57 亿元，同比增长 1.68%。

截至 2018 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 2018 年末，该项目仍处于修改采矿合同谈判的过程中。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，上部系统产品产量逐渐提高。2018 年杜达铅锌矿项目生产锌精矿 5.40 万吨、铅精矿 0.80 万吨，同比分别增长 38.82%和 56.86%，全年实现销售收入 4.00 亿元，同比增长 29.87%。公司下部系统相关改造与新增工程按计划有序推进，预计于 2019 年底前达产达标。

总体来看，公司装备制造板块收入及盈利水平易受行业景气度变化影响；海外资源开发业务风险较大，不确定因素较多，且有色金属市场价格波动显著，中诚信证评将对上述两板块业务未来经营情况保持关注。

受房地产调控政策升级影响，2018 年公司房地产销售规模同比下滑，未来业务发展面临较大压力

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，2018 年公司完成房地产投资总额为 220.32 亿元，同比增长 3.60%。开竣工方面，2018 年公司房地产竣工建筑面积为 157.28 万平方米，同期新开工建筑面积为 258.61 万平方米，同比增长 36.16%。

销售方面，受房地产市场调控政策影响，2018 年公司实现签约销售面积 103.37 万平方米，签约销售金额 144.82 亿元，较上年分别下降 26.98% 和 37.54%。2018 年公司房地产开发业务结转收入为 221.26 亿元，同比下降 10.76%。

表 2：2016~2018 年公司房地产开发板块总体经营情况

业务指标	2016	2017	2018
完成投资总额（亿元）	142.98	212.67	220.32
签约销售面积（万平方米）	138.79	141.56	103.37
签约销售金额（亿元）	211.82	231.87	144.82
竣工建筑面积（万平方米）	185.14	184.94	157.28
施工建筑面积（万平方米）	1,109.02	1,074.31	1,147.98
其中：新开工建筑面积（万平方米）	187.06	189.93	258.61

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

土地储备方面，2018 年公司通过公开市场招拍挂获取地块 6 宗，占地面积 57.28 万平方米，截至当年末土地储备面积为 375.88 万平方米，考虑到近年来的销售情况，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，公司土地储备较为充足，具有可持续发展能力，但受房地产调控政策升级影响，2018 年公司房地产销售规模同比下滑，未来销售面临不确定性增大，项目资金回笼情况需予以关注。

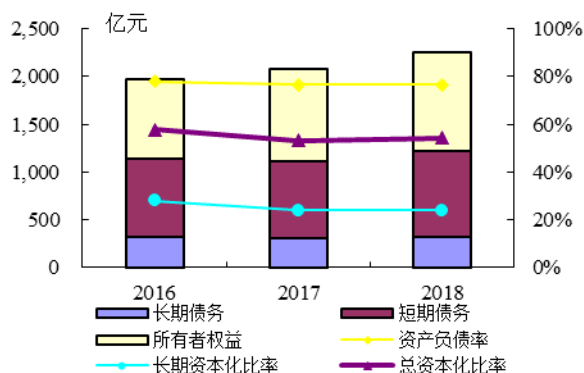
财务分析

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 2016~2018 年度审计报告。

资本结构

随着经营规模的扩大，公司资产及负债规模均稳步上升，2018 年末总资产和负债分别为 4,389.16 亿元及 3,362.46 亿元，较上年末分别增长 5.87% 和 5.99%。受益于利润留存，2018 年公司自有资本实力增强，当年末所有者权益为 1,026.69 亿元，同比增长 5.50%。财务杠杆方面，截至 2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 76.61% 和 54.43%，较上年末分别上升为 0.09 个百分点和 1.14 个百分点，财务杠杆比率处于较高水平。

图 2：2016~2018 年末公司资本结构情况



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，2018 年末流动资产占总资产的比重为 77.33%。公司的流动资产主要由存货、合同资产、应收账款、其他应收款以及货币资金构成，2018 年末三者分别为 576.08 亿元、667.20 亿元、669.58 亿元、563.85 亿元及 444.77 亿元，占流动资产的比重分别为 16.97%、19.66%、19.73%、16.61% 及 13.10%。根据财政部新准则要求，2018 年度公司将包含在原存货科目中的已完工未结算合同资产变更为单独列报（2018 年末合同资产为 667.20 亿元），致使当年末存货规模下降至 576.08 亿元，主要系房地产开发成本及房地产开发产品。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，2018 年公司加强项目工程款的回收力度，当年末应收账款规模同比下降 8.90% 至 669.58 亿元。从应收账款的账龄来看，2018 年末公司账龄一年以内的应收账款占 64.26%，一年到两年的应收账款占 19.67%，两年以上的应收账款占比达 16.07%，截至 2018 年末累计计提应收账款坏账准备 134.10 亿元，公司应收账款账龄较长，面临一定的回收风险。公司其他应收款主要为保证金、押金、给予关联方借款以及待收回股权转让款、投资款等，随着投资运营类项目的推进，公司为降低联营及合营企业融资成本，对关联方的非经营性资金拆借不断增加，带动其他应收款规模较快增长，2018 年末其他应收款 563.85 亿元，同比增长 36.43%，需持续关注相关项目的后续运营情况及其他应收款回收进度。货币资金方面，2018 年末公司受限货币资金为 113.26 亿元，主要为承兑汇票保证金及法定存款准备金。

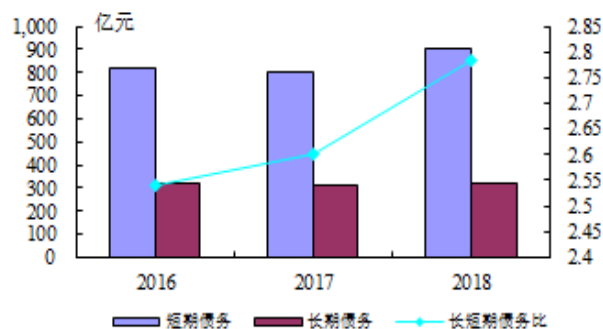
公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、长期股权投资及长期应收款构成。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，受折旧影响呈逐年小幅下滑趋势，2018 年末固定资产 273.70 亿元，同比下降 4.31%；同期末无形资产为 161.34 亿元，同比下降 4.63%，主要为土地使用权和特许经营使用权。公司长期股权投资主要为持有的 PPP 项目公司股权，随着在手投资运营类项目的增加，公司长期股权投资规模逐年上升，同期末为 138.55 亿元，同比增长 55.39%。公司的长期应收款主要包括保障性住房、城市基础设施建设等项目的应收长期工程款以及关联方借款，2018 年公司应收长期工程款相应增加，但随着投资运营类项目的推进，公司前期给予联营及合营项目公司的贷款逐步收回，当期末公司长期应收款为 216.21 亿元，同比下降 8.16%。

从负债结构来看，公司负债集中于流动负债，2018 年末流动负债合计 3,431.63 亿元，占当年末总负债的比重为 87.99%。2018 年末，公司流动负债主要由短期借款 478.09 亿元、应付票据 277.51 亿元、应付账款 1,132.61 亿元、合同负债 589.18 亿元、其他应付款 238.36 亿元和一年内到期的非流动负债 146.54 亿元构成。随着经营规模的扩张，公司经营资金需求大幅增加，2018 年末短期借款和应付票据同比增长分别为 21.26%和 24.27%。应付账款主要为未结算工程款和应付供应商材料款，公司商业信用融资能力较强，当年末应付账款规模为 1,132.61 亿元，同比下降 3.61%；2018 年公司根据新会计准则将部分预收款重分类至合同负债，使得预收款项下降至 1.92 亿元，当期末合同负债余额 589.18 亿元，主要为建造合同的业主预付款、已结算未完工款项；其他应付款主要为应付押金及保证金，当年末同比下降 11.17%；2018 年末一年内到期的非流动负债规模为 146.54 亿元，较上年末下降 20.46%，主要系一年内到期的长期借款。2018 年末，公司非流动负债主要由长期借款（237.93 亿元）、应付债券（85.12 亿元）构成，受投资项目增加影响，公司相应投资资金需求上升，当年末长期借款和应付债券规模同比增长分别为 1.38%和 20.11%。

债务方面，公司主要通过银行借款和发行债券

进行融资，2018 年末总债务为 1,226.20 亿元，较上年末增长 10.45%，包括短期债务 902.14 亿元和长期债务 324.06 亿元。从债务期限结构来看，2018 年末公司长短期债务比由上年末的 2.60 倍上升至 2.78 倍，短期债务占比较高，公司债务期限结构不甚合理。

图 3：2016~2018 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，2018 年公司资产规模及自有资本实力稳步增长，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

公司主营业务包括工程承包、房地产开发、装备制造及资源开发等，2018 年实现营业总收入 2,895.35 亿元，同比增长 18.66%。细分业务来看，受冶炼加工业务剥离的影响，2018 年公司资源开发业务实现收入 52.21 亿元，同比下降 7.69%；2018 年公司房地产开发业务结转收入规模为 221.26 亿元，较上年下降 10.76%；得益于冶金装备制造行业景气度的回升，收入规模逐年增长，2018 年装备制造业务实现收入规模 63.86 亿元，同比增长 15.77%；2018 年公司工程承包业务收入稳健攀升，全年实现收入规模 2,532.23 亿元，同比增长 23.48%。

营业毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 12.58%，基本保持上年水平。分板块来看，受人工成本及建材成本上涨影响，2018 年公司工程承包业务毛利率小幅下滑至 10.62%；受益于冶炼加工业务的剥离，2018 年公司资源开发业务板块毛利率上升至 32.41%；装备制造业务在行业景气度回升的背景下，2018 年初始获利水平上升至 12.97%；房地产开发业务受部分项目收益良好的带动，2018 年毛利

率达到 29.08%，同比提升 4.21 个百分点。

表 3：2016~2018 年公司营业毛利率情况

单位：%

业务板块	2016	2017	2018
工程承包	11.14	11.31	10.62
资源开发	11.57	28.60	32.41
装备制造	11.45	10.12	12.97
房地产开发	27.25	24.87	29.08
其他	9.69	13.77	22.30
合计	12.84	13.09	12.58

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，2018 年公司研发费用增长较多，带动期间费用规模上升，全年期间费用支出合计为 211.13 亿元，同比增长 17.30%；当年期间费用率为 7.29%，较上年下降 0.09 个百分点。整体来看，公司期间费用率适中，费用控制能力尚可。

表 4：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

科目	2016	2017	2018
销售费用	16.65	19.61	21.09
管理费用	104.25	130.18	85.69
研发费用	-	-	71.83
财务费用	22.29	30.20	32.52
期间费用合计	143.19	179.99	211.13
营业总收入	2,195.58	2,440.00	2,895.35
期间费用率	6.52	7.38	7.29

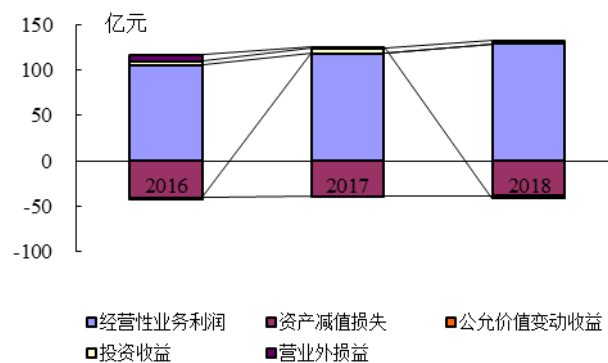
注：根据财会[2018]15 号文，新增“研发费用”项目，由“管理费用”项目下的“研发费用”拆分而来，之前年度未重述

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、投资收益、资产减值损失、信用减值损失、其他收益和营业外损益构成。公司近年业务经营保持稳定，经营性业务利润持续增长，2018 年为 128.87 亿元，同比增长 8.85%；同期获得投资收益 3.76 亿元，同比下降 31.51%，主要为处置长期股权投资取得的投资收益（1.32 亿元）及其他权益工具投资在持有期间取得的投资收益（1.28 亿元）；2018 年公司将计提的应收合同对价等金融资产减值准备于信用减值损失项目列报，使得当年资产减值损失规模降至 11.65 亿元，主要包括存货跌价损失（2.77 亿元）、固定资产减值损失（3.52 亿元）及无形资产减值损失（3.52 亿元）；同期发生信用减值损失 26.73 亿元，

主要系坏账损失和合同资产减值损失。2018 年公司取得其他收益为 2.38 亿元，同比增长 19%，主要为税收返还；2018 年公司营业外损益为-3.08 亿元，较上年减少 5.04 亿元，主要由于国企职工家属区“三供一业”（供水、供电、供气和物业）分离政策全面实施，公司当年发生分离移交费用 5.59 亿元。综上，2018 年公司实现利润总额和净利润分别为 95.24 亿元和 75.71 亿元，较上年分别增长 6.12%和 12.80%。

图 4：2016~2018 年公司利润总额结构情况



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，2018 年营业收入实现增长，毛利率保持在稳定水平，同时公司期间费用支出控制能力尚可，但较大规模的资产减值损失负面影响其盈利水平。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。受益于利润总额及利息支出的增加，2018 年公司 EBITDA 规模为 169.89 亿元，同比增长 12.32%。偿债指标方面，2018 年公司总债务/EBITDA 由上年的 7.34 倍降至 7.22 倍；同期 EBITDA 利息保障系数由上年的 3.10 倍降至 2.78 倍，2018 年 EBITDA 对债务利息的覆盖程度减弱。

现金流方面，2018 年公司销售商品、提供劳务收到现金 2,964.80 亿元，同比增长 24.63%；购买商品、接受劳务支付现金 2,431.29 亿元，同比增长 27.83%，同时给予关联方贷款规模增加，带动其他应收款规模较快增长，全年实现经营活动净现金流 140.50 亿元，同比下降 23.72%。2018 年公司经营活动净现金流/总债务由上年的 0.17 倍降至 0.11 倍，同期经营活动净现金流利息保障系数由上年的 3.77

倍降至 2.30 倍，2018 年公司经营活动净现金流对债务利息的保障能力下降。

表 5：2016~2018 年公司偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	818.36	801.82	902.15
总债务（亿元）	1,140.72	1,110.17	1,226.20
资产负债率（%）	77.98	76.52	76.61
总资本化比率（%）	57.85	53.29	54.43
EBITDA（亿元）	141.99	151.26	169.89
经营活动净现金流（亿元）	185.59	184.18	140.50
经营净现金流/总债务（X）	0.16	0.17	0.11
经营净现金流利息倍数（X）	3.46	3.77	2.30
总债务/EBITDA（X）	8.03	7.34	7.22
EBITDA 利息倍数（X）	2.65	3.10	2.78

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司共在各家金融机构获得授信额度 4,760 亿元，尚未使用授信额度 3,112 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。

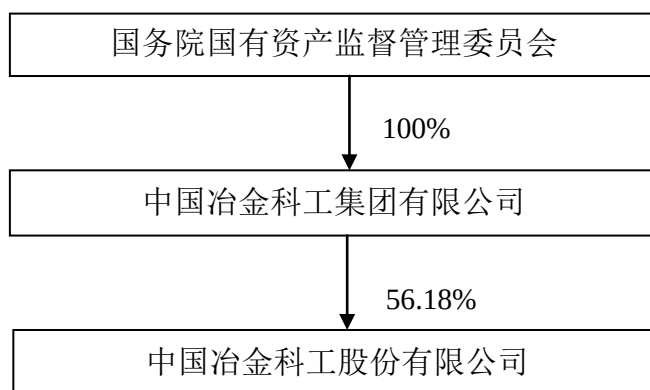
截至 2018 年末，中国中冶对外担保余额合计人民币 100.48 亿元，系房地产业务为业主按揭提供的担保，公司地产子公司按房地产行业惯例为商品房承购性抵押贷款担保，对外担保余额占同期公司净资产的比例为 9.79%；同期末，公司作为被告形成的重大未决诉讼的金额为 27.93 亿元，已计提预计负债 0.42 亿元，公司计提的预计负债规模较小，或有负债风险值得关注。

总体来看，受益于非冶金工程及冶金工程市场的同步开拓，2018 年公司新签工程合同金额提升，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，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 年公开发行公司债券（第一期）”和“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）”信用级别 **AAA**。

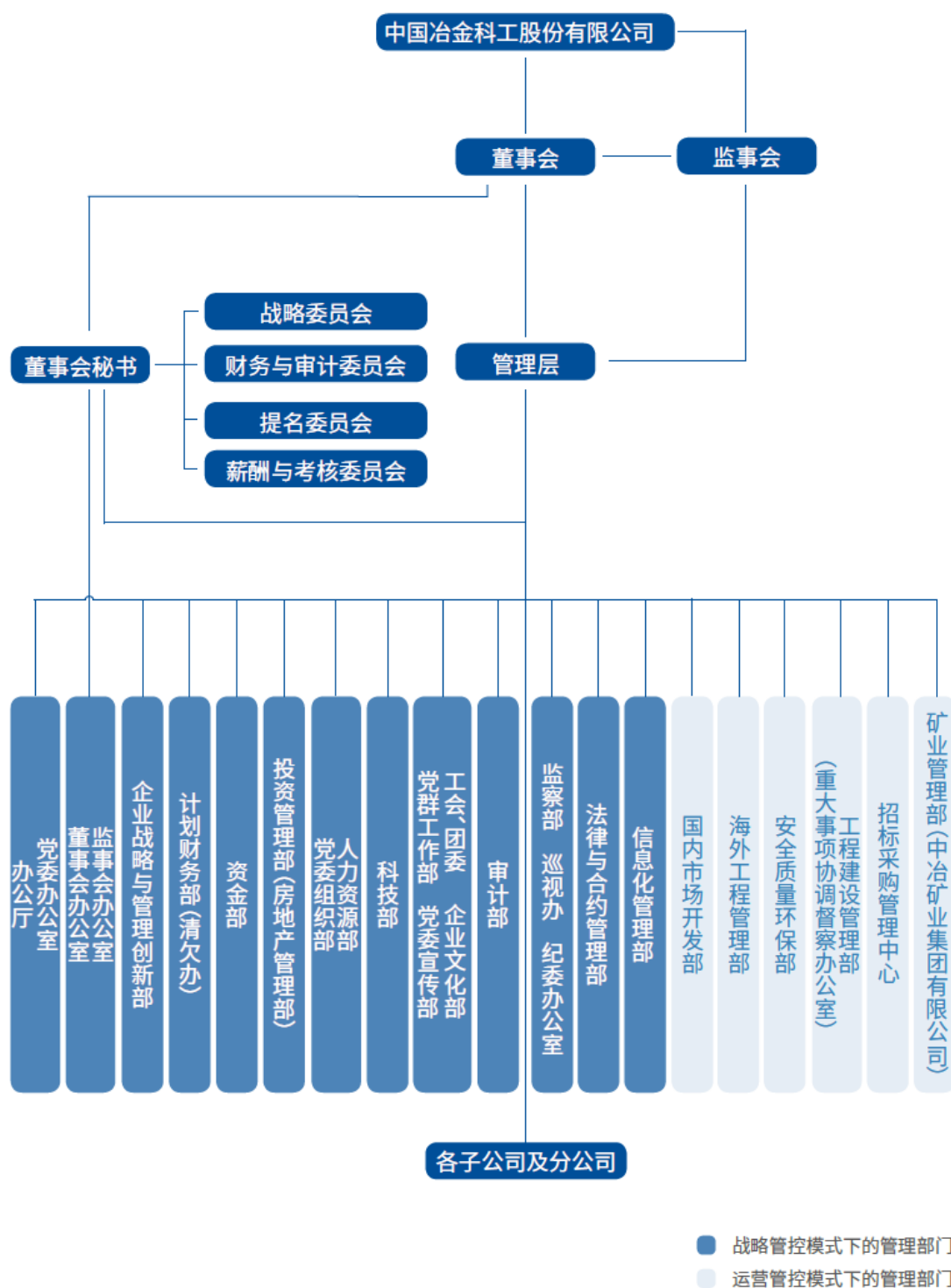
附一：中国冶金科工股份有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



注：中冶集团和五矿集团实施战略重组，但相关工商变更尚未完成。

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 2018 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）	2016	2017	2018
货币资金	4,486,339.00	4,359,362.20	4,447,730.20
应收账款净额	6,954,464.20	7,349,576.20	6,695,829.70
存货净额	12,219,109.50	11,829,287.80	12,432,787.00
流动资产	30,277,453.60	32,232,894.50	33,942,057.10
长期投资	782,905.50	1,332,656.10	1,993,744.30
固定资产合计	3,624,659.80	3,488,064.40	3,614,214.40
总资产	37,749,160.40	41,456,517.40	43,891,584.30
短期债务	8,183,642.70	8,018,199.40	9,021,453.40
长期债务	3,223,584.50	3,083,500.60	3,240,585.20
总债务	11,407,227.20	11,101,700.00	12,262,038.60
总负债	29,438,390.10	31,724,469.30	33,624,639.90
所有者权益	8,310,770.30	9,732,048.10	10,266,944.40
营业总收入	21,955,757.90	24,399,986.40	28,953,452.30
期间费用前利润	2,489,961.90	2,983,853.80	3,399,997.40
投资收益	44,005.30	54,887.00	37,598.00
净利润	596,964.70	671,185.40	757,060.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,419,851.40	1,512,639.50	1,698,931.10
经营活动产生现金净流量	1,855,854.90	1,841,784.70	1,404,997.00
投资活动产生现金净流量	-319,197.10	-1,828,196.30	-1,173,744.70
筹资活动产生现金净流量	-559,792.70	-210,033.60	-593,018.30
现金及现金等价物净增加额	997,553.30	-224,777.70	-331,313.20
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	12.84	13.09	12.58
所有者权益收益率（%）	7.18	6.90	7.37
EBITDA/营业总收入（%）	6.47	6.20	5.87
速动比率（X）	0.71	0.73	0.72
经营活动净现金流/总债务（X）	0.16	0.17	0.11
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.23	0.23	0.16
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.46	3.77	2.30
EBITDA 利息倍数（X）	2.65	3.10	2.78
总债务/EBITDA（X）	8.03	7.34	7.22
资产负债率（%）	77.98	76.52	76.61
总资本化比率（%）	57.85	53.29	54.43
长期资本化比率（%）	27.95	24.06	23.99

注：1、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、长期应付款中应付融资租赁款已调至长期债务。

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

期间费用前利润=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

期间费用率=（财务费用+管理费用+研发费用+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

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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。