



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]G081-X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2017年公开发行永续期公司债券（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  
二零一七年二月十六日

## 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）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	中国冶金科工股份有限公司
<b>发行规模</b>	本次债券的发行总规模不超过 80 亿元，拟分期发行。本期债券基础发行规模不超过人民币 5 亿元，可超额配售不超过 35 亿元
<b>债券期限</b>	本期债券基础期限不超过 5 年（含 5 年），分两个品种，品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券
<b>债券利率</b>	本期债券采用固定利率形式，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
<b>偿还顺序</b>	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务

### 概况数据

中国中冶	2013	2014	2015	2016.H1
所有者权益 (亿元)	550.65	580.25	711.55	722.89
总资产 (亿元)	3,228.84	3,259.78	3,437.63	3,593.53
总债务 (亿元)	1,249.99	1,238.04	1,167.94	1,246.07
营业总收入 (亿元)	2,026.90	2,157.86	2,173.24	958.25
营业毛利率 (%)	13.61	12.93	13.12	13.00
EBITDA (亿元)	134.69	146.97	141.80	67.06
所有者权益收益率 (%)	5.59	7.48	6.95	7.82
资产负债率 (%)	82.95	82.20	79.30	79.88
总债务/EBITDA (X)	9.28	8.42	8.24	9.29
EBITDA 利息倍数 (X)	1.64	1.94	2.11	2.59

注：1、所有者权益、净利润均包含少数股东权益；  
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；  
3、2016.H1 所有者权益收益率和 EBITDA/总债务指标经年化处理。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“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）”的信用等级为 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，该级别反映了中国中冶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、新签合同大幅上升，业务结构持续优化、盈利能力持续增强以及畅通的融资渠道等因素对其信用实力的支持。同时，中诚信证评关注到冶金工程新签合同额整体呈下降趋势、公司负债水平较高，且短期偿债压力较大以及重大资产重组尚未完成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，在 2016 年《财富》杂志最新公布的世界 500 强企业排名中位居第 290 位，在 ENR 杂志发布的“2016 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。
- 新签合同大幅上升，业务结构持续优化。近年来在钢铁行业产能过剩导致冶金工程需求不足的背景下，公司不断拓展非冶金工程市场，新签合同额呈现持续上升趋势。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。
- 盈利能力持续增强。近年来公司业务稳定开展，初始获利空间维持在 13% 左右水平，近三年利润总额年均复合增长率达 16.13%，盈利能力逐年增强。
- 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，与银行亦保持了良好的合作关系，外部融资渠道通畅。截至2016年6月末，公司共获得各银行综合授信额度4,030.00亿元，其中2,775.10亿元信用额度仍未使用。

## 分析师

解晓婷 xtxie@ccxr.com.cn

郑涵 hzheng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年2月16日

## 关注

- 公司负债水平较高，且短期偿债压力较大。近年来，公司在资源开发、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，此外公司债务期限结构以短期债务为主，截至2016年6月末，长短期债务比为2.63倍，公司面临较大的短期偿债压力。
- 房地产开发业务面临一定投资压力。截至2015年末，公司在施工面积达1,250.09万平方米，体量较大，加之近年来房地产行业库存较高、供求不平衡等现状对公司业务的影响，未来面临一定资金投出压力。
- 重大资产重组尚未全部完成。中国中冶的控股股东中冶集团与中国五矿集团公司实施战略重组，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。截至评级报告出具日，中冶集团产权尚未变更完毕，重组事项尚未全部完成，中诚信证评将持续关注该事项的后续进展。

## 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](http://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<sup>1</sup>”）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），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 01618），募集资金总额 182.31 亿港元。截至 2016 年 6 月末，公司注册资本为 191.10 亿元，控股股东中冶集团持有其 64.18% 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。截至评级报告出具日，中冶集团产权尚未变更完毕，重组事项尚未全部完成。

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，拥有中冶集团绝大部分核心业务。截至 2016 年 6 月末，公司纳入合并报表范围二级子公司共 50 家。

截至 2015 年末，公司总资产 3,437.63 亿元，净资产 711.55 亿元，资产负债率 79.30%；2015 年，

公司实现营业总收入 2,173.24 亿元，净利润 49.49 亿元，经营活动净现金流 153.57 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司总资产 3,593.53 亿元，净资产 722.89 亿元，资产负债率 79.88%；2016 年 1~6 月，公司实现营业总收入 958.25 亿元，净利润 28.27 亿元，经营活动净现金流-28.49 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 2017 年公开发行可续期公司债券（第一期）
发行规模	本次债券的发行总规模不超过 80 亿元，拟分期发行。本期债券基础发行规模不超过人民币 5 亿元，可超额配售不超过 35 亿元
债券期限及续期选择权	本期债券基础期限不超过 5 年（含 5 年），分两个品种，品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。发行人续期选择权行使不受到次数的限制。发行人应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告
递延支付利息条款	本期债券附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人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及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发行人未能按照约定足额支付利息的行为。如发行人决定递延支付利息的，发行人应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》
债券利率	本期债券采用固定利率形式，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
偿付顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务
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

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 建筑业综合概况

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，2006~2014

<sup>1</sup> 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。

年实现年均复合增长率 21.2%。2014 年我国全社会固定资产投资为 512,761 亿元，同比增长 15.3%（扣除价格因素，实际增长 14.7%）。其中，东部地区投资 206,454 亿元，同比增长 15.4%；中部地区投资 124,112 亿元，同比增长 17.6%；西部地区投资 129,171 亿元，同比增长 17.2%；东北地区投资 46,096 亿元，同比增长 2.7%。伴随着固定资产投资的快速增长，国内建筑业亦保持了增长态势，2006 年~2014 年期间，建筑业增加值年均复合增长率为 18.3%。其中，2014 年实现全社会建筑业增加值 44,725 亿元，同比增长 8.9%；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 6,913 亿元，同比增长 13.7%。2015 年，全国固定资产投资累计完成额为 551,590 亿元，同比增长 10%。中诚信证评注意到，近年来全社会固定资产投资虽然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。

随着我国建筑业总产值和增加值屡创新高，依靠每年过万亿的市场规模以及 20% 以上的年均复合增长率，中国已成为全球规模最大的建筑市场，国际地位突出。在美国《工程新闻记录》（ENR）杂志发布的“2015 年度全球工程承包商 250 强”排行榜中，中国大陆共有 48 家企业入围。受益于世界经济持续复苏以及我国扩大内需的经济政策，我国基础设施投资建设的重心将逐步向城市轨道交通、保障性住房、水利水电、电网改造和新能源等工程领域转移，建筑市场依然具有较大的发展空间。

**表 2：近年全球工程承包商 250 强前十位中国企业**

序号	公司名称	2015 年	2014 年
1	中国中铁股份有限公司	1	3
2	中国建筑股份有限公司	2	1
3	中国铁建股份有限公司	3	2
4	中国交通建设集团有限公司	4	4
5	中国电力建设集团有限公司	7	14
6	中国冶金科工集团公司	10	10
7	上海建工集团股份有限公司	12	11
8	中国化学工程集团公司	29	32
9	中国葛洲坝集团有限公司	33	37
10	浙江省建设投资集团有限公司	34	39

资料来源：美国《工程新闻记录》（ENR）杂志，中诚信证评整理

中诚信证评认为，近年来随着全社会固定资产投资基数的不断增加，全社会固定资产投资增速回落属于正常现象，通过改变目前粗放的发展模式，我国建筑业实力仍在不断增强，未来随着新型城镇化进程的进一步推进，我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，行业增加值增速仍将维持在较高水平。中诚信证评同时关注到，建筑行业作为高耗能行业，其发展与国家低碳绿色发展战略有所背离。据统计，我国建筑业能耗占全社会能源消耗的 30% 左右，超过 95% 的既有建筑属于较为落后的高耗能建筑，此外建筑垃圾占居民活动产生垃圾总量的 40%。建筑业能否做好节能减排工作成为影响国家绿色目标的重要因素。在此背景下，发展绿色建筑、实现产业升级成为建筑行业发展的当务之急。

## 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，房屋建筑施工面积逐年增加。另外，我国政府在十八届三中全会提出了继续推进新型城镇化建设的进程，预计将对城市公共房建设、居民住宅以及商业办公用房需求构成有效支撑。

房屋建筑市场与房地产行业的发展密切相关，近年来我国住宅房屋建筑投资在建筑业房屋建筑施工总投资中的占比一直维持在 50% 以上，而房地产行业的快速发展已成为推动房屋建筑市场增长的重要力量。商品房房地产开发完成投资增速在 2010 年二季度开始大幅下调，商品房新开工面积增速从最高的 72% 下跌至 2012 年 7 月的 -10%，投资及开工量的下滑等压力已不断传导至房屋建筑施工企业。2012 年，房地产开发企业房屋新开工面积 17.73 亿平方米，同比下降 7.3%；房屋施工面积 57.34 亿平方米，同比增长 13.2%。2013 年，房地产开发企业新开工面积增速明显回升，全年房地产新开工面积达 20.12 亿平方米，同比增长 13.5%；房屋施工面积累计达 66.56 亿平方米，同比增长 16.1%。其中，商品房新开工面积 14.58 亿平方米，同比增长 11.6%，带动房建市场回暖。2014 年以来，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对

新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014 年房地产新开工面积累计增速为-10.7%，其中住宅新开工面积累计增速下滑 14.4 个百分点；2015 年房地产新开工面积累计增速为-9.70%，其中住宅新开工面积累计增速下滑 14 个百分点。中诚信证评认为，在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间，进而平滑房建市场波动。

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。但中诚信证评认为，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。2013 年，全国新开工城镇保障性安居工程 666 万套，基本建成 544 万套，当年 11 月已全面完成年度目标任务；2014 年全国城镇保障性安居工程新开工 740 万套，基本建成住房 511 万套；2015 年，全国城镇保障性安居工程计划新开工 740 万套，基本建成 480 万套，均超额完成年度计划目标，未来建设速度有望得到提升。

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。

## 房地产行业概况

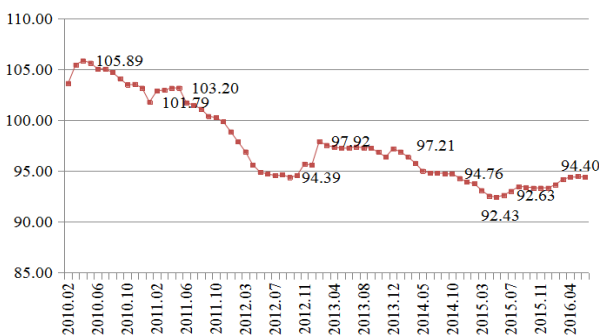
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在

国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”、“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。进入 2015 年，随着调降二套房首付比例、营业税政策调整、央行多次降准降息以及普遍二胎政策等一系列宽松的政策刺激，中国房地产市场总体上步入了复苏通道，包括市场成交、房价等指标亦在总体上呈现回暖趋势。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59 点；至 2009 年 3 月探底，至 94.74 点。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 点后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89 点。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39 点，较 2011 年末降低 4.5 点。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013 年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 点左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015

年，国房景气指数延续下滑态势，于5月末达到最低点92.43点后开始小幅回升，在8月末升至93.46点后保持平衡态势，截至2015年末，国房景气指数为93.34点，较上月回落0.01点。2016年上半年国房景气指数开始呈现上升态势，2016年4月的国房景气指数达到自2015年4月以来最高，截至2016年6月末，国房景气指数稳步爬升至94.4点，比去年同期增长了1.92点。

图1：2010.02~2016.06 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，在需求释放的带动下，2013年全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.8%，增幅比2012年提高3.6个百分点。2014年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资95,036亿元，增速已经下降至10.5%。尽管2015年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速仍延续回落态势，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，名义同比增长1.0%，增速比1~11月回落0.3个百分点，增速继续下行。2016年以来，房地产投资增速出现上升态势，1~6月份累计完成房地产开发投资46,631亿元，名义同比增长6.1%，增速比2015年1~6月上漲1.5个百分点。

图2：2013.01~2016.06 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

施工方面，2013年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较2012年呈明显提升，2013年全国房屋新开工面积201,208万平方米，较2012年增长13.5%，增幅提高2个百分点。2014年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014年，房地产新开工面积179,592万平方米，同比下降10.7%。2015年，房地产开发企业房屋新开工面积154,454万平方米，同比下降14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。截至2016年6月，全国房地产当年累计新开工面积77,537万平方米，同比上升14.9%。在2015年房地产市场供给量减少且市场景气度回升的情况下，2016年上半年供给开始呈现增长态势。

土地成交方面，2013年以来，随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013年，房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，比上年增长8.82%，土地成交价款9,918亿元，增长33.9%，增速提高2.4个百分点。2014年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积33,383.03万平方米，同比下降14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为10,019.88亿元，同比增长1.0%。2015年以来，尽管房地产市场呈现复苏态势，但在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，2015年房地产开发企业土地购置面积22,811万平方米，同比下降31.7%；同期，土地成交价款7,622亿元，下降23.9%。2016年上半年，全国房地产业土地购置面积9,502万平方米，同比下降3%；同期，土地成交价款3,159亿元，同比增长10.2%。土地购置面积小幅下滑和土地成交价款同



比增长，反映出在土地楼面地价整体上涨的大环境下，房地产企业拿地热情略有提升。

从销售情况看，2013年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积130,551万平方米，比上年增长17.3%，增速比2012年提高15.5个百分点；其中，住宅销售面积增长17.5%，办公楼销售面积增长27.9%，商业营业用房销售面积增长9.1%；同年，商品房销售额81,428亿元，增长26.3%，增速比2012年提高16.3个百分点；其中，住宅销售额增长26.6%，办公楼销售额增长35.1%，商业营业用房销售额增长18.3%。2014年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014年，全国商品房销售面积和销售额分别为120,649万平方米和76,292亿元，同比分别下降7.6%和6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降9.1%和7.8%。进入2015年，得益于频出的利好政策刺激，全年销售面积和销售额均有所上升，2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%。截至2015年末，全国100个城市（新建）住宅均价为10,980元/平方米，环比上涨0.74%，同比上涨4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨。2016年上半年，全国商品房销售面积与销售额分别为64,302万平方米和48,682亿元，同比分别增长27.9%和42.1%，受益于2015年利好政策而继续走高。截至2016年6月，全国100个城市住宅均价为11,816元/平方米，环比1.32%，同比增长11.18%。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。自2012年4月以来，全国商品房库存面积呈持续上升态势，截至2014年末，全国商品房待售面积6.22亿平方米，较2013年末增加1.29亿平方米；其中，住宅待售面积4.07亿平方米，较2013年末增加0.83亿平方米。2015年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况亦有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面在短期内将继续存在，2015年全国商品房待售面积继续增长，截至2015年末，全国商品房待售面

积7.19亿平方米，同比增长15.58%，增速较上年末收窄10.54个百分点。截至2016年6月末，全国商品房待售面积7.14亿平方米，比5月末减少753万平方米，而较上年末减少437万平方米，主要系上半年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快所致。

表3：2013~2016.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2013	2014	2015	2016.H1
资金来源合计	122,122	121,991	125,203	68,135
同比增长	26.5	-0.1	2.6	15.6
其中：				
<b>自筹资金</b>	47,425	50,419	49,038	23,816
占比	38.83	41.33	39.17	34.95
同比增长	21.3	6.3	-2.7	-0.1
<b>国内贷款</b>	19,673	21,242	20,214	10,939
占比	16.11	17.41	16.14	16.05
同比增长	33.1	8	-4.8	1
<b>利用外资</b>	534	639	297	65.65
占比	0.44	0.52	0.24	0.10
同比增长	32.8	19.7	-53.6	-63.2
<b>其他来源</b>	54,491	49,689	55,655	33,314
占比	44.62	40.73	44.45	48.89
同比增长	28.9	-8.8	12	38.3

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，2015年房地产开发企业到位资金125,203亿元，同比增长2.6%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比进一步升至83.59%。2015年，自筹资金和国内贷款分别同比下降2.7%和4.8%，占比分别小幅下降至39.17%和16.14%。从房地产贷款余额的结构看，包括个人购房贷款、房产开发贷款、地产开发贷款等在内的房地产贷款余额合计21.01万亿元，其中个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在60%以上。截至2015年末，全国个人购房贷款余额为14.18万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的67.49%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为32.51%。2015年其他来源资金55,655亿元，同

比增长 12.0%，该类资金占比亦升至 44.45%；在其他来源资金中，定金及预收款 32,520 亿元，个人按揭贷款 16,662 亿元。2016 年上半年，全国房地产开发投资资金中自筹资金占比继续缩小至 34.95%；其他来源资金占比 48.89%，同比增长 38.3%。在其他来源资金中，定金及预收款 18,934 亿元，个人按揭贷款 11,245 亿元，同比增长 34.09% 和 56.98%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2013~2015 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 26.7%、57.2% 和 59.5%，连续保持高速增长。2015 年末，保障性住房开发贷款余额达 1.82 万亿元，占同期房产开发贷款的 36.11%，全年增加 6,761 亿元，同比多增 2,643 亿元，增量占同期房产开发贷款的 92.7%，比上年增量占比高 37.7 个百分点。2016 年 6 月末，全国房产开发贷款余额 5.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速比上季末低 2.1 个百分点，其中，保障性住房开发贷款余额 2.18 万亿元，同比增长 42.2%，增速比上季末低 3.2 个百分点；地产开发贷款余额 1.66 万亿元，同比增长 7.5%，增速比上季末低 15.3 个百分点。个人购房贷款余额 16.55 万亿元，同比增长 30.9%，增速比上季末高 5.4 个百分点，比各项贷款增速高 16.6 个百分点；上半年增加 2.36 万亿元，同比多增 1.25 万亿元，保障性安居工程贷款增长较快。

## 竞争优势

### 公司股东实力雄厚

公司控股股东中冶集团是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，其前身是成立于 1982 年的中国冶金建设公司。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 2016 年《财富》杂志最新公布的世界 500 强企业排

名中，中冶集团排名第 290 位；在美国《工程新闻记录》(ENR) 杂志发布的“2016 年度全球工程承包商 250 强”排名中位居第 8 位。

截至 2016 年 6 月末，中冶集团资产总额 3,696.21 亿元，资产负债率 80.24%；2016 年 1-6 月，中冶集团实现营业总收入 980.63 亿元，利润总额 34.93 亿元。

### 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、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，中国中冶在全球冶建市场占有率已达到 60%。

### 公司在冶金、建筑领域科技创新能力突出，具有众多核心技术及专利

目前，公司拥有 3 家专业地质勘察院，3 家国家级冶金工程专业研究院，11 家冶金工程专业设计院，16 家冶金工程专业施工建设企业，代表了我国冶金工程领域领先的勘察、咨询、设计、施工能力，能够为钢铁联合企业“全生命周期”提供勘察、咨询、设计、建设、技改、维检等全方位服务。

2016 年 3 月 10 日，依托中冶南方工程技术有限公司组建的“国家钢铁生产能效优化工程技术研究中心”通过国家科技部的组建验收。在行业科技奖方面，公司在 2016 年中国钢铁工业协会、中国金属学会冶金科学技术奖专业评审中，一等奖、二等奖和三等奖各有 2 项通过评审，共获得中国有色金属工业科学技术奖 12 项，其中一等奖 6 项、二等奖 4 项以及三等奖 2 项。截至 2016 年 6 月 30 日，

公司拥有有效专利 17,693 件，其中发明专利 4,196 件。

## 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。2013~2015 年，公司实现营业收入 2,026.90 亿元、2,157.86 亿元及 2,173.24 亿元，2016 年 1~6 月公司实现收入 958.25 亿元。

分业务板块来看，2013~2015 年，公司工程承包实现分别收入 1,651.82 亿元、1,784.16 亿元及 1,863.04 亿元，逐年小幅上涨，2016 年 1~6 月，工程承包业务实现收入 816.66 亿元，较去年同期下降了 4.35%；而近三年房地产开发实现收入 263.78 亿元、228.53 亿元及 194.41 亿元，呈逐年下降态势，2016 年上半年房地产开发实现收入 96.95 亿元，较去年同期下降了 2.92%。此外，资源开发、装备制造等业务亦系公司收入的重要来源。

表4：2013~2016.H1公司各板块收入情况

单位：亿元

业务板块	2013	2014	2015	2016.H1
工程承包	1,651.82	1,784.16	1,863.04	816.66
资源开发	33.36	42.64	30.15	18.35
装备制造	95.39	102.35	92.71	30.57
房地产开发	263.78	228.53	194.41	96.95
其他	26.73	30.99	26.47	14.74
<b>合计</b>	<b>2,026.90</b>	<b>2,157.86</b>	<b>2,173.24</b>	<b>958.25</b>

注：板块收入已做内部抵消处理

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

## 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。

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。此外，公司前期利用公司在工程承包业务中的资本运营能力，以 BT、BOT 等项目运营模式，提高工程承包业务的营运效率和经营效益。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、工程竣工验收。

在结算模式方面，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。2013~2015 年，公司工程承包业务收入分别为 1,651.82 亿元、1,784.16 亿元及

1,863.04 亿元，呈逐年上升趋势。2016 年 1-6 月公司工程承包板块实现收入 816.66 亿元；同期工程承包业务毛利率水平为 12.62%、12.17%、12.54%及 10.61%，2016 年上半年毛利率水平出现一定的下降。

合同获取方面，2013~2015 年公司工程承包业务（包括海外工程项目）实现新签合同额分别为 2,243.04 亿元、2,950.38 亿元和 3,592.69 亿元。2016 年上半年，公司继续大力拓展市场，当期实现工程承包新签合同总额 2,249.03 亿元，占上年全年新签合同总额的 62.60%。

**表5：2013~2016.H1公司工程承包新签合同额构成**

单位：亿元

业务类型	2013	2014	2015	2016.H1
冶金工程	818.81	549.83	608.58	228.30
非冶金工程	1,424.23	2,400.55	2,984.11	2,020.73
其中：房屋建筑工程	960.56	1,693.15	2,104.75	1,220.86
交通基础设施工程	182.60	272.89	339.22	397.47
其他	281.07	434.51	540.14	402.40
<b>合计</b>	<b>2,243.04</b>	<b>2,950.38</b>	<b>3,592.69</b>	<b>2,249.03</b>

注：含海外工程项目

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。在钢铁产能过剩、冶金建设市场持续

低迷的背景下，近年来公司冶金工程新签合同额占工程承包新签合同总额的比重整体呈下降态势。

2013~2015 年公司冶金工程新签合同额占工程承包业务新签合同总额的比例分别为 36.50%、18.64%和 16.94%。2015 年以来，公司充分利用“一带一路”战略下国际产能合作以及钢铁行业结构调整、推行绿色智能生产的机会，签订了新建钢铁生产线以及钢铁生产线技改等多项重大合同，如宝钢湛江钢铁精品基地项目、越南台塑河静钢厂项目、广西盛隆冶金马来西亚马中关丹产业园年产 350 万吨钢铁项目、河北太行钢铁集团钢铁退城搬迁升级改造项目、印尼广青镍业有限公司年产 60 万吨镍铁厂项目、河北永洋特钢集团有限公司产业重组项目、石钢环保搬迁产品升级改造项目等，2015 年冶金工程占新签合同总额为 608.58 亿元，较去年同期增长 10.69%。在建工程方面，公司坚持推行 EPC 业务模式，并通过提高工程管理、加强风险控制等措施，保证了项目较好的综合盈利水平，目前主要冶金在建工程项目运营平稳。2016 年 1-6 月，公司冶金工程新签合同额为 228.30 亿元，为上年冶金工程新签合同额的 24.58%，规模收缩。截至 2016 年 6 月末，冶金工程在手合同额为 877 亿元。

**表6：截至 2016 年 6 月末公司尚未完工的主要冶金工程项目**

单位：亿元、月

施工主体	项目名称	签订时间	开工时间	合同金额	履行期限
中冶赛迪集团有限公司	台塑河静 1 号 2 号高炉总包项目	2012-11-6	2012-12-2	45.9	41
中冶赛迪集团有限公司	日照 4×2500m 高炉总包	2015-10-28	2015-10-28	28.9	55
中国二十冶集团有限公司	印尼广青镍业有限公司年产 60 万吨镍铁厂项目	2014-12-10	2015-1-11	23.4	20
中冶京诚工程技术有限公司	印度尼西亚 PT Krakatau 钢厂年产 120 万吨铁水项目	2012-6-26	2012-7-9	22.7	32
中冶京诚工程技术有限公司	河北永洋特钢集团有限公司产业重组项目	2015-8-5	2015-8-5	20.0	14
中冶赛迪集团有限公司	山钢集团日照钢铁精品基地项目炼钢工程	2015-3-31	2015-3-31	17.6	33
中冶京诚工程技术有限公司	营口京华钢铁有限公司新建 3800mm 中厚板生产线工程	2015-5-5	2015-6-1	15.1	15
中冶焦耐工程技术有限公司	印度 JSW 钢铁公司 DCPL300 万 t/a 焦化项目	2014-8-30	2014-12-1	15.1	24
中国二十冶集团有限公司	印尼青山不锈钢有限公司 100 万吨不锈钢连铸坯及其配套 2*150KW 火力发电项目	2015-7-15	2015-12-5	6.9	24

资料来源：公司提供，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。2013~2015 年公司非冶金工程新签合同额分别为 1,424.23 亿元、2,400.55 亿元和 2,984.11 亿元，呈上升趋势，其在新签合同总额中的占比分别为 63.50%、81.36% 和 83.06%。2016 年 1~6 月，公司非冶金工程新签合同额 2,020.73 亿元；截至 2016 年 6 月末，该板块在手合同额 4,290 亿元，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，2013~2015 年，公司房屋建筑新签合同额分别 960.56 亿元、1,693.15 亿元和 2,104.75 亿元，年均复合增长率达 48.03%，呈大幅上升态势，占非冶金工程的合同额比重亦由 2013 年的 67.44% 上升至 2015 年的 70.53%；同期，公司交通基础设施工程新签合同额分别为 182.60 亿元、272.89 亿元和 339.22 亿元，年均复合增长率达 36.30%。

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。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 7: 截至 2016 年 6 月末公司尚未完工的主要非冶金工程项目

单位: 亿元、月

施工主体	项目名称	项目类别	签订时间	开工时间	合同金额	履行期限
中国二十冶集团有限公司	天泽奥特莱斯城市广场项目	房建	2014-5-21	2014-1-19	112.0	依进度
中冶交通建设集团有限公司	郑州市惠济区老鸦陈、张砦、双桥村棚户区改造建设项目(一期工程)(PPP 项目)	房建	2016-2-26	2016-2-26	67.0	36
中国二十冶集团有限公司	保定市万博广场二期工程	房建	2015-9-21	2015-7-15	45.0	19
上海宝冶集团有限公司	新密轩辕圣境黄帝故里文化产业园项目施工总承包合同	房建	2015-5-28	2015-5-28	41.0	依进度
中国二十冶集团有限公司	福建健康产业园(一期、二期)建设工程(PPP 项目)	房建	2016-6-23	2016-6-29	40.0	120
中国二十二冶集团有限公司	沈阳市保障性住房委托代建工程	房建	2009-3-16	2015-4-29	38.6	28
中冶华天工程技术有限公司	黄石经济技术开发区新型城镇化及基础设施建设项目(PPP 项目)	房建	2016-3-29	2016-3-29	37.7	144
中冶交通建设集团有限公司	遵义至绥阳高速公路延伸线项目	交通	2015-12-22	2015-12-22	35.0	32
中国十七冶集团有限公司	兰州新区职教园区市级统建兰州理工职业学院设计施工总承包项目	房建	2015-11-25	2015-9-13	33.7	20
上海宝冶集团有限公司	福州高新区海西园创新园三期及基础配套设施建设项目	房建	2015-4-30	2015-4-30	33.0	24
中国一冶集团有限公司	贵州仁怀市南部新城拆迁安置及棚户区改造	房建	2015-6-30	2015-9-1	30.0	120
中国二十二冶集团有限公司	西柏坡电厂废热引用入市工程	其他	2015-4-23	2015-8-27	30.0	17
中国二十冶集团有限公司	杭州南山·悠鹤溪谷国际养生度假基地工程	房建	2016-4-19	未开工	29.8	72
中冶交通建设集团有限公司	贵州省三都至荔波高速公路(PPP 项目)	交通	2016-6-5	未开工	28.0	36
中冶天工集团有限公司	哈南新城国际开发开放总部基地-展览中心工程	房建	2015-9-16	2015-9-16	25.0	15
中国一冶集团有限公司	白银市地下综合管廊建设工程	其他	2015-12-1	2015-12-1	20.4	24

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在海外工程承包方面, 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新加坡等区域的民用建设、基础设施建设市场, 承揽了印度 BSP 二次精炼钢结构供货工程项目、越南台塑河静钢铁厂高炉和焦炉 EPC 总承包项目、新加坡蔡厝港地区新建组屋邻里项目、斯里兰卡中部高速公路第二期项目、印尼广青镍业有限公司年产 60 万吨镍铁厂项目施工工程和俄罗斯圣彼得堡农业产品物流园等重大项目。2016 年上半年,

公司海外工程新签合同额 175.67 亿元, 占公司当期新签合同总额的 7.19%; 截至 2016 年 6 月末, 在手海外工程承包项目总数达 492 个, 未完合同额 89.9 亿美元, 主要来自委内瑞拉、科威特、沙特阿拉伯、斯里兰卡、阿尔及利亚等国家。在手海外工程项目 2016 年 1~6 月完成营业收入 48.85 亿元, 比去年同期增长 31.56%。

表 8: 截至 2016 年 6 月末公司尚未完工的主要海外工程项目

项目名称	合同金额 (亿元)	履行期限 (月)
委内瑞拉 300 万吨球团项目/300 万吨项目 (补)	56.1	26
台塑河静 1 号 2 号高炉总包项目	45.7	41
科威特大学城科学院与教员俱乐部项目	41.9	46
科威特大学城石油工程学院项目	33.5	36
境外球团项目总承包合同	18.4	42
加利福尼亚和佛罗里达辅助居住及记忆保健设施项目	35.8	48
沙特 YAMAMA 水泥厂	15.0	32
阿尔及利亚阿尔及尔及蒂齐乌祖 3900 套住房项目	7.2	30
塞班岛综合度假村项目 (一期) 补充合同	6.8	22
印尼西爪哇省高速公路项目	16.6	36

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在 BT 业务方面, 公司目前在手 BT 项目 90% 以上为政府基础设施建设项目, 2008、2009 年所签署 BT 项目较多, 主要为国家四万亿计划中的项目, 由于项目周期较长, 现仍处于在建阶段。2012 年起公司不再新接 BT 项目。BT 运营项目均以政府设立城市投资或建设开发公司作为项目发起人, 授权投资人设立项目公司进行投融资, 并对项目进行建设管理, 分为建设期和回购期。由于没有运营期, 风险较低, 而且项目发起人代表政府, 通常还款都有保障, 但项目周期较长, 回款较慢。

总体来看, 近年来冶金工程市场需求放缓使得公司冶金工程新签合同金额逐年下降; 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。受钢铁行业去产能的影响, 冶金装备制造行业景气度降低, 使得公司年收入规模整体有所下降。2013~2015 年公司装备制造业务营业收入分别为 95.39 亿元、102.35 亿元和 92.71 亿元; 同期

毛利率分别为 11.48%、12.20% 和 13.56%。2016 年 1-6 月, 公司装备制造业务营业收入 30.57 亿元, 毛利率为 13.10%, 毛利率有所波动。

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 (NBB) 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。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。

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，受上游行业产能过剩影响，公司在装备制造板块的收入整体有所下降。

## 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、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出现较大幅度波动。2013~2015年，公司资源开发业务分别实现收入33.36亿元、42.64亿元及30.15亿元，2016年上半年资源开发板块实现收入18.35亿元；同期该板块毛利率水平分别为13.80%、8.57%、-9.30%及-0.83%。

公司资源开发业务包括矿山开采、冶炼及加工业务。公司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。

2012年以来公司对现有境外资源项目按照“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，进行分类推进。对于重点推进的项目，公司集中各种资源积极推进，争取早日投产；对于暂缓推进或目前处于前期工作阶段的项目择机开发；对于资产处置的项目着手研究退出方案，以求最大限度地降低资产损失。2012年末公司划出盈利能力较差的中冶葫芦岛有色金属集团有限公司（以下简称“葫芦岛有色”），资源开发业务板块的盈利能力于2013年有所恢复，但受相关大宗商品价格波动的影响，近两年毛利率水平逐年降低。2015年由于占营业收入比重较大的瑞木镍钴项目毛利率同比下降较多使得当期毛利率为-9.66%，呈亏损状态。

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。2016年上半年，山达克铜金矿项目累计生产粗铜6,749吨，销售粗铜5,086吨，分别较去年同期增长27.5%和29.2%。虽然粗铜售价有所下跌，但

公司粗铜生产量和销售量均有较大幅度增长，销售成本也有大幅下降，上半年山达克铜金矿项目累计实现销售收入4,336万美元，较去年同期增长26.3%。累计实现归属于中国中冶的利润664.5万美元，较上年同期的89万美元有大幅提升。由于国际铁矿石价格大幅下降，阿根廷希拉格兰德铁矿项目铁精粉产品的售价无法覆盖生产成本，净现金流持续为负值，鉴于此，项目2016年的重点工作以维持生存为全部工作的中心，采取了裁减人员、降低产量、提高效率、降低消耗、降低成本等措施。2016年上半年，该项目生产铁精粉9.3万吨，销售铁精粉约8万吨，累计实现销售收入约3,883万元人民币，实现利润-6,790万元（不含汇兑损失4,618万元、财务费用1,908万元，亏损则为-2,172万元）。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。与国际同类型项目相比，瑞木镍钴矿单位投资低，达产快且达产率最高，单位成本低，为该项目逆境生存和后续发展奠定了坚实的基础。2016年4月12日，瑞木项目发生高压蒸汽管道破裂引发的工亡事故。巴新矿业部对此进行调查，瑞木项目暂停运营。6月28日，在完成调查程序之后，瑞木项目冶炼厂一、二系列获得复产许可，并已恢复生产。受暂停运营的影响，瑞木项目2016年上半年产量较低，生产氢氧化镍钴折合镍金属7,989吨，销售氢氧化镍钴折合镍金属11,753吨，中冶瑞木实现销售收入7,606万美元，利润总额约-7,602万美元。

截至2015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和巴基斯坦杜达铅锌矿项目。由于矿产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。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。此外，2013年，公司在巴基斯坦杜达铅锌矿项目因进行资源补充勘探和现场维护工作而停建停产。2014年上半年，公司对该项目进行了现场维护和井下系统维护等工作；同时，公司全资子公司中冶集团铜锌有限公司通过行使抵押质押权取得了对杜达公司（中冶

铜锌持股51%）资产的处置权，并委托招标公司对外依法公开出售杜达铅锌矿项目资产。公司全资子公司中国华冶科工集团有限公司中标，并自2014年7月1日起正式接管了杜达项目现场，后陆续派出近百名中方管理、技术人员和作业人员进驻杜达铅锌矿现场。该项目井下上部系统已于2015年12月进入试生产，未来将按照实施方案进行下部系统的建设以达到投产标准。

表9：2015年以及2016年1-6月公司资源开发业务部分项目产销量情况

项目名称	产品品种	2015年产量	2016年1-6月产量	2015年销量	2016年1-6月销量
山达克铜金矿	粗铜	1.31万吨	6,749吨	1.33万吨	5,086吨
阿根廷希拉格兰德铁矿	铁精矿	32.8万吨	9.3万吨	44.2万吨	8万吨
瑞木镍钴项目	镍\钴	23,122吨	7,989吨	23,324吨	11,753吨
洛阳中硅高科技有限公司	多晶硅	9,344吨	-	8,370吨	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

多晶硅制造业务方面，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，多晶硅业务仍处于亏损状态，2015年公司按预计可收回金额对多晶硅生产线执行了减值测试，截至2015年末，与多晶硅相关的固定资产减值准备约为4.86亿元。

总体看来，受相关大宗商品价格波动及外汇风险的影响，近年以来资源开发业务收入规模及毛利率波动较大，呈亏损状态。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。

受房地产市场波动以及公司房地产板块向高品质、高盈利转型的影响，公司近年来房地产销售收入呈逐年下降的趋势，毛利率水平整体有所增长。2013~2015年，公司房地产开发业务实现营业收入263.78亿元、228.53亿元及194.41亿元；同期毛利率水平为19.40%、17.90%及20.10%。2016年1~6月，房地产业务当期实现收入96.95亿元，毛利率水平上升至33.93%。

房地产开发方面，受公司推进去库存策略影响，近年来公司房地产投资规模逐年下降，2013~2015年公司完成房地产投资总额分别为279.09亿元、209.18亿元及79.76亿元。2016年1~6月，公司完成房地产投资66.25亿元，已达2015年全年房地产投资规模的83.06%。在房地产开竣工方面，2013~2015年公司房地产竣工建筑面积分别为487.12万平方米、264.52万平方米及341.61万平方米，同期新开工建筑面积为234.23万平方米、123.27万平方米及178.75万平方米，新开工建筑面积均小于同年竣工建筑面积，2016年上半年公司竣工建筑

面积和新开工建筑面积分别为 140.76 万平方米和 89.58 万平方米。

在房地产销售方面，2013~2015 年公司签约销售额为 129.52 亿元、63.21 亿元及 108.16 亿元，2014 年房地产市场景气度下滑导致公司当年在房地产销售上出现大幅下降，随着 2015 年房地产市场的回暖，公司房地产销售情况亦有所转好，2016 年上半年公司完成房地产销售 100.05 亿元，已达 2015 年全年销售金额的比重为 92.50%。

表 10：2013~2016.H1 公司房地产开发板块总体经营情况

业务指标	2013	2014	2015	2016.H1
完成投资总额(亿元)	279.09	209.18	79.76	66.25
签约销售面积(万平方米)	135.19	73.31	95.43	61.76
签约销售额(亿元)	129.52	63.21	108.16	100.05
竣工建筑面积(万平方米)	487.12	264.52	341.61	140.76
施工建筑面积(万平方米)	2,001.28	1,342.11	1,250.09	993.28
其中：新开工建筑面积(万平方米)	234.23	123.27	178.75	89.58
土地一级开发项目待开发土地面积(万平方米)	1,171.61	1,212.20	1,430.84	562.53
商品房、保障房项目计容储备建筑面积(万平方米)	826	856	-	480

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，2013 年公司新购置土地占地面积 79.70 万平方米。2014 年，公司以 49.49 亿元购置了天津市黑牛城道新八大里七里地块，主要用于建设高端住宅、城市公寓、商业、办公楼等多种业态。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 年上半年，公司尚无新增土地。截至 2016 年 6 月末，公司权益土地储备对应的计容建筑面积为 400.91 万平方米，其中土地占比较大的是河北、江苏以及黑龙江三个省市，分别占 30.71%、21.52% 及 21.33%。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较强的支撑。

表 11：2015 年公司新增土地情况

地块名称	所在城市	土地面积(万平方米)	容积率面积(万平方米)	购地金额(亿元)
横琴口岸基地	珠海市	1.99	14.00	8.89
石家庄中冶德贤公馆项目	石家庄市	10.30	41.25	21.09
淡滨尼 10 道 D 地块	新加坡淡滨尼	1.57	4.39	10.41
小计		13.86	59.64	40.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受益于 2015 年房地产景气度回升，公司自 2015 年以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较好的支撑作用。

## 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多个业务相关方面，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、分供方管理等工作的合规性、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，推进去库存化；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

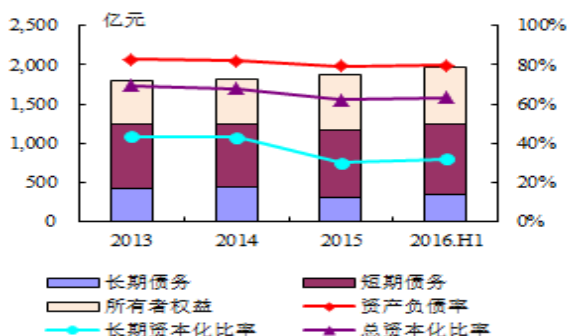
以下分析基于经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2013 年度审计报告、经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2014~2015 年度审计报告以及未经审计的 2016 年 6 月份财务报告。

### 资本结构

近年公司资产规模呈逐年小幅上升趋势，2013~2015 年末公司总资产分别为 3,228.84 亿元、3,259.78 亿元和 3,437.63 亿元，复合年均增长率为 3.18%。截至 2016 年 6 月末，公司总资产规模进一步增至 3,593.53 亿元。受益于公司近年来不断积累留存收益，公司的自有资本逐年夯实，2013~2015 年末公司所有者权益分别为 550.65 亿元、580.25 亿元及 711.55 亿元，其中 2015 年末所有者权益增长幅度较大是由于公司当年募集了 98 亿元的永续债，且未分配利润较去年年末增长了 35.07 亿元。2016 年 6 月末，公司所有者权益进一步增至 722.89 亿元。

财务杠杆比率方面，近年来公司总负债逐年增长，2013~2016 年 6 月末，分别为 2,678.19 亿元、2,679.54 亿元、2,726.08 亿元和 2,870.64 亿元；而资产负债率分别为 82.95%、82.20%、79.30% 和 79.88%，同期总资本化比率分别为 69.42%、68.09%、62.14% 和 63.29%，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，但呈现回落态势。

图 3：2013~2016.H1 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，2013~2015 年末流动资产占总资产的比重分别为 74.32%、75.80% 及 80.16%，2016 年 6 月末，流动资产比重进一步上升至 80.72%。公司的流动资产主要由存货、应收账款以及货币资金构成，2015 年末三者分别为 1,153.05 亿元、636.63 亿元及 337.31 亿元，占流动资产的比重为 41.84%、23.10% 及 12.24%。存货方面，近年来公司存货小幅波动，2013~2015 年分别为 1,079.31 亿元、1,064.16 亿元及 1,153.05 亿元。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 2015 年末三者分别为 515.46 亿元、438.66 亿元及 125.24 亿元，分别占当年末存货的比重为 44.70%、38.04% 和 10.86%。随着项目的逐步推进，2016 年 6 月末存货上升至 1,242.61 亿元。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增长较快，2013~2015 年应收账款分别为 525.98 亿元、557.99 亿元及 636.63 亿元，年均复合增长率为 10.02%。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（钢铁等上游行业资金紧张造成付款困难），因此近年来公司应收账款出现明显增长。从应收账款的账龄来看，2015 年末公司一年以内的应收账款占 59.20%，一年到两年的应收账款占 19.11%，两年以上的应收账款占比较大，达 21.68%。2015 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 3.68%，前五名企业总计占应收账款总额的比重为 10.53%，应收账款的集中度较为分散。货币资金方面，公司的货币资金主要由银行存款构成，币种包括人民币、美元、欧元、澳元、港币等多种币种，其中主要为人民币计价，2015 年末人民币货币占比为 88.05%。公司货币资金中，受限制的金额占比较小，2015 年末受限制货币资金为 49.94 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。

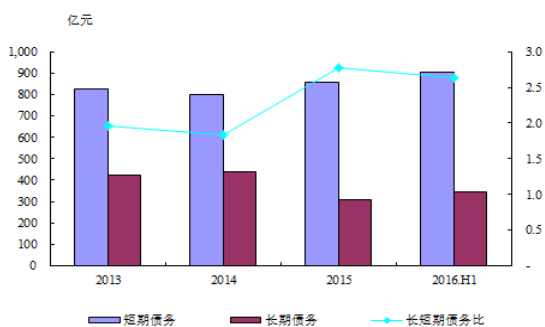
公司非流动资产主要由固定资产、无形资产及长期应收款构成。近年来公司固定资产及无形资产

出现逐年小幅下滑，2013~2015 年末公司固定资产分别为 333.83 亿元、328.75 亿元及 301.54 亿元；同期无形资产为 152.79 亿元、149.68 亿元及 145.27 亿元。公司的长期应收款主要为 BT 项目形成应收款，截至 2015 年末为 78.83 亿元，同比出现 54.64% 的大幅下降，主要系公司保障性住房、城市基础设施建设等 BT 业务一年以上的应收款减少所致；截至 2016 年 6 月末，长期应收款为 78.73 亿元。

公司的负债主要由应付账款、预收账款及付息债务构成。2013~2015 年末，公司应付账款分别为 701.86 亿元、777.22 亿元及 934.14 亿元，2015 年末应付账款出现较大增长，同比增幅达 20.19%，主要系分包商工程款增加所致。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，近年来公司工程承包预收款减少导致整体预收款项出现下滑。2013~2015 年末，公司预收账款分别为 353.11 亿元、339.79 亿元及 301.40 亿元。截至 2016 年 6 月末，公司预收账款余额 324.16 亿元，较去年年末增长 7.55%。

付息债务方面，近年来公司总债务规模有所控制，总债务规模逐年下降，2013~2015 年末总债务分别为 1,249.99 亿元、1,238.04 亿元及 1,167.94 亿元。2016 年以来公司付息债务规模有所上升，截至 6 月末，达 1,246.07 亿元。从债务期限结构来看，2013~2016 年 6 月末，公司长短期债务比分别为 1.95 倍、1.83 倍、2.77 倍及 2.63 倍，短期债务占比较高，公司债务期限结构不甚合理。

图 4：2013~2016.H1 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，随着公司业务近年来的稳定发展，公司的资产规模及自有资本也稳步增长，资本负债水平总体呈下降态势，资产结构有所优化。但中诚

信证评同时关注到，公司的外部融资规模较大，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，债务期限结构有待调整。

### 盈利能力

近年来，受钢铁行业产能过剩、冶金建设业务萎缩的影响，公司资源开发和装备制造业务收入规模均出现一定程度波动，房地产业务收入也逐年下降。有赖于工程承包业务保持稳定增长，公司营业收入收入总体上逐年微增，2013~2015 年分别为 2,026.90 亿元、2,157.86 亿元及 2,173.24 亿元。2016 年 1-6 月，公司实现营业总收入 958.25 亿元，较去年同期下降 4.83%。

主营业务毛利率方面，2013~2015 年公司的毛利率分别为 13.61%、12.93% 及 13.12%，毛利率水平总体上保持平稳。2016 年 1~6 月，公司的毛利率水平为 13.00%。分板块来看，房地产板块 2016 年上半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出现一定波动；资源开发板块 2015 年毛利率出现大幅下降，2016 年上半年虽然出现 8.47 个百分点的回升，但仍未实现扭亏。

表 12：2013~2016.H1 公司营业毛利率情况

业务板块	2013	2014	2015	2016.H1
工程承包	12.62%	12.17%	12.54%	10.61%
资源开发	13.80%	8.57%	-9.30%	-0.83%
装备制造	11.48%	12.20%	13.56%	13.10%
房地产开发	19.40%	17.90%	20.10%	33.93%
合计	13.61%	12.93%	13.12%	13.00%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2013~2015 年，公司的三费合计分别为 155.27 亿元、146.31 亿元及 141.06 亿元，同期三费收入占比为 7.66%、6.78% 及 6.49%。2014 年以来，公司加强了对期间费用的控制力度，各项费用均有所下降。2015 年由于债务规模减小，利息支出减少，并且汇兑损失大幅降低，导致财务费用同比减少 37.19%，三费支出也因此有所减少。2016 年 1-6 月，公司三费支出合计 63.84 亿元，三费收入占比为 6.66%。

表 13: 2013~2016.H1 公司期间费用分析

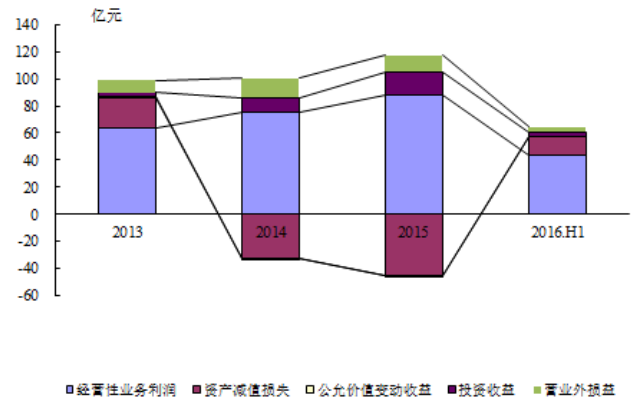
单位: 亿元				
科目	2013	2014	2015	2016.H1
销售费用	16.17	15.00	15.12	7.35
管理费用	94.49	91.08	100.67	43.61
财务费用	44.60	40.23	25.27	12.88
三费合计	155.27	146.31	141.06	63.84
营业总收入	2,026.90	2,157.86	2,173.24	958.25
三费收入占比	7.66%	6.78%	6.49%	6.66%

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、营业外损益及投资收益构成, 2013~2015 年公司的利润总额分别为 52.97 亿元、67.05 亿元及 71.43 亿元, 年均复合增长率达 16.13%。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, 2013~2015 年分别为 63.28 亿元、75.57 亿元及 88.04 亿元; 同期, 公司的投资收益分别为 3.43 亿元、10.54 亿元及 17.35 亿元, 投资收益快速增长的主要原因是公司陆续转让部分子公司的股权所致。其中, 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出现一定波动, 总体上呈增长态势, 分别为 8.75 亿元、14.15 亿元及 12.04 亿元, 其中政府补助与非流动资产处置利得构成营业外收入的主要部分, 2013~2015 年政府补助分别为 6.14 亿元、10.66 亿元及 6.77 亿元, 同期非流动资产处置利得为 2.89 亿元、1.23 亿元及 2.27 亿元。近年来, 公司资产减值损失增长较快, 2013~2015 年公司资产减值损失分别为 22.89 亿元、32.98 亿元及 45.70 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, 公司坏账准备也因此逐年增长, 2013~2015 年末分别为 13.22 亿元、20.14 亿元及 23.03 亿元; 同期公司存货跌价损失分别为 8.74 亿元、8.15 亿元及 7.49 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 0.68 亿元、0.48 亿元及 8.35 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。净利润来看, 2013~2015 年公司分别实现净利润 30.78 亿元、43.41 亿元及 49.49 亿元, 逐年上升; 同期所有者收益率为 5.59%、7.48% 及 6.95%。2016 年 1-6 月, 公司利润总额达 35.76 亿元, 实现净利润 28.27 亿元, 所有者权益权益率为 7.82%。

图 5: 2013~2016.H1 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, 得益于公司近年来业务的稳定运行, 公司营业收入逐年小幅增长, 毛利率水平保持在稳定水平。公司的三费支出也得到较好控制, 三费支出规模及收入占比都逐年下降, 利润总额和净利润都持续增长。

## 偿债能力

近年来, 公司有息债务规模有所波动, 2013~2016 年 6 月末公司债务总额分别为 1,249.99 亿元、1,238.04 亿元、1,167.944 亿元及 1,246.07 亿元; 同期的 EBITDA 分别为 134.69 亿元、146.97 亿元、141.80 亿元及 67.06 亿元。

偿债指标方面, 2013~2015 年公司总债务/EBITDA 分别为 9.28 倍、8.42 倍及 8.24 倍; 同期 EBITDA 利息保障系数为 1.64 倍、1.94 倍及 2.11 倍。EBITDA 对公司债务的覆盖率较好, 且覆盖程度逐年提升。2016 年 1-6 月, 公司的 EBITDA 为 67.06 亿元, 总债务/EBITDA 为 9.29 倍, EBITDA 利息保障系数为 2.59 倍, 偿债压力有所增长。

现金流方面, 公司近年经营性活动净现金流出现一定波动, 2013~2015 年经营活动净现金流分别为 200.22 亿元、149.69 亿元和 153.57 亿元, 呈净流入状态; 2013~2015 年经营活动净现金流/总债务分别为 0.16 倍、0.12 倍和 0.13 倍, 同期公司经营

活动净现金流利息保障系数分别为 2.44 倍、1.98 倍和 2.28 倍，2013~2015 年公司经营性活动净现金流对债务本息的覆盖程度有所波动。

表 14：2013~2016.H1 公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.H1
短期债务（亿元）	826.87	800.46	858.51	902.77
总债务（亿元）	1,249.99	1,238.04	1,167.94	1,246.07
资产负债率（%）	82.95	82.20	79.30	79.88
总资本化比率（%）	69.42	68.09	62.14	63.29
EBITDA（亿元）	134.69	175.56	169.43	67.06
经营活动净现金流（亿元）	200.22	149.69	153.57	-28.49
经营净现金流/总债务（X）	0.16	0.12	0.13	-
经营净现金流利息倍数（X）	2.44	1.44	1.62	-
EBITDA/总债务（X）	0.11	0.12	0.12	0.05
EBITDA 利息倍数（X）	1.64	1.69	1.78	2.14

注：1、2016 年中期 EBITDA/短期债务指标经年化处理；  
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  
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2016 年 6 月末，中国中冶获得银行授信 4,030.00 亿元，其中 2,775.10 亿元信用额度仍未使用，备用流动性充足。同时公司还依托证券市场，通过发行债券、定向增发等方式进行成本相对较低的融资。

截至 2016 年 6 月末，中国中冶对外担保余额合计人民币 51.98 亿元，其中下属地产子公司为商品房承购人提供抵押贷款担保 48.96 亿元，占对外担保总额的 94.18%。担保总额占同期公司净资产的比例为 7.19%，或有负债风险较小。

截至 2016 年 6 月末，公司作为被告形成的重大未决诉讼的金额为 18.22 亿元，占公司净资产的比例为 2.52%，公司或有负债规模较小。

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；股东实力雄厚；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；近年来盈利能力逐渐恢复、经营活动净现金流处于较好水平；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，中国中冶整体具备极强的偿债能力。

## 递延支付利息条款及偿付顺序

本期债券附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人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及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发行人未能按照约定足额支付利息的行为。如发行人决定递延支付利息的，发行人应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若发行人继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，发行主体不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。若发行主体选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，发行主体不得有下列行为：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，在发行主体破产清算时，本期债券持有人对本金和利息享有等同于普通破产债权人的权利。

中诚信证评注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于发行主体未能按照约定足额支付利息的行为；同时，考虑到在偿付顺序上，债券持有人对本金和利息享有等同于普通破产债权人的权利，该项债券条款的设定保证了本期债券信用质量，未对债项级别构成影响。

## 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 2017 年公开发行永续期公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

## 关于中国冶金科工股份有限公司 2017年公开发行永续期公司债券（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。

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

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。

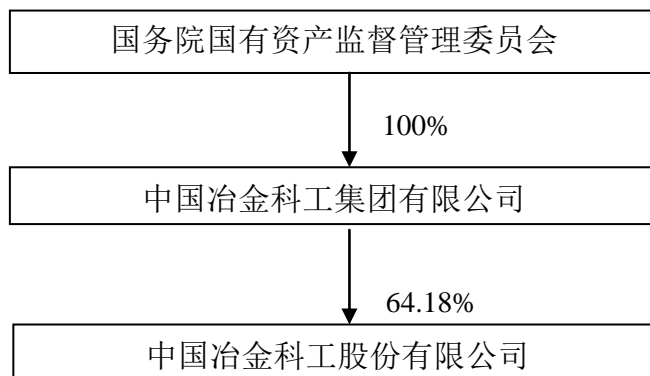
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

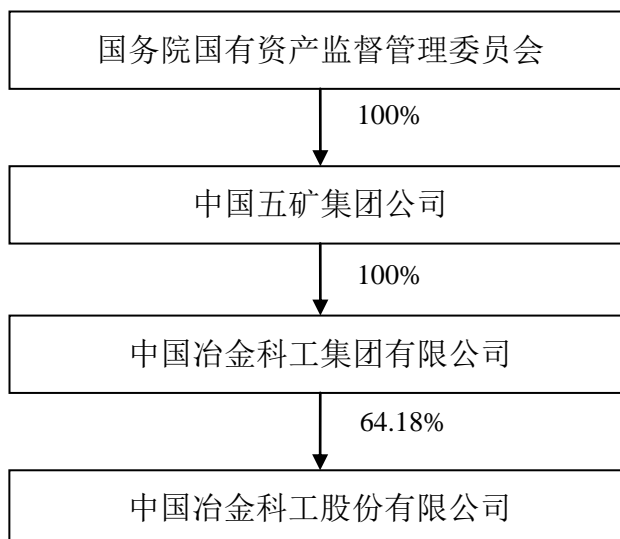


附一：中国冶金科工股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 6 月末）

该重组完成前，公司股权结构如下图：

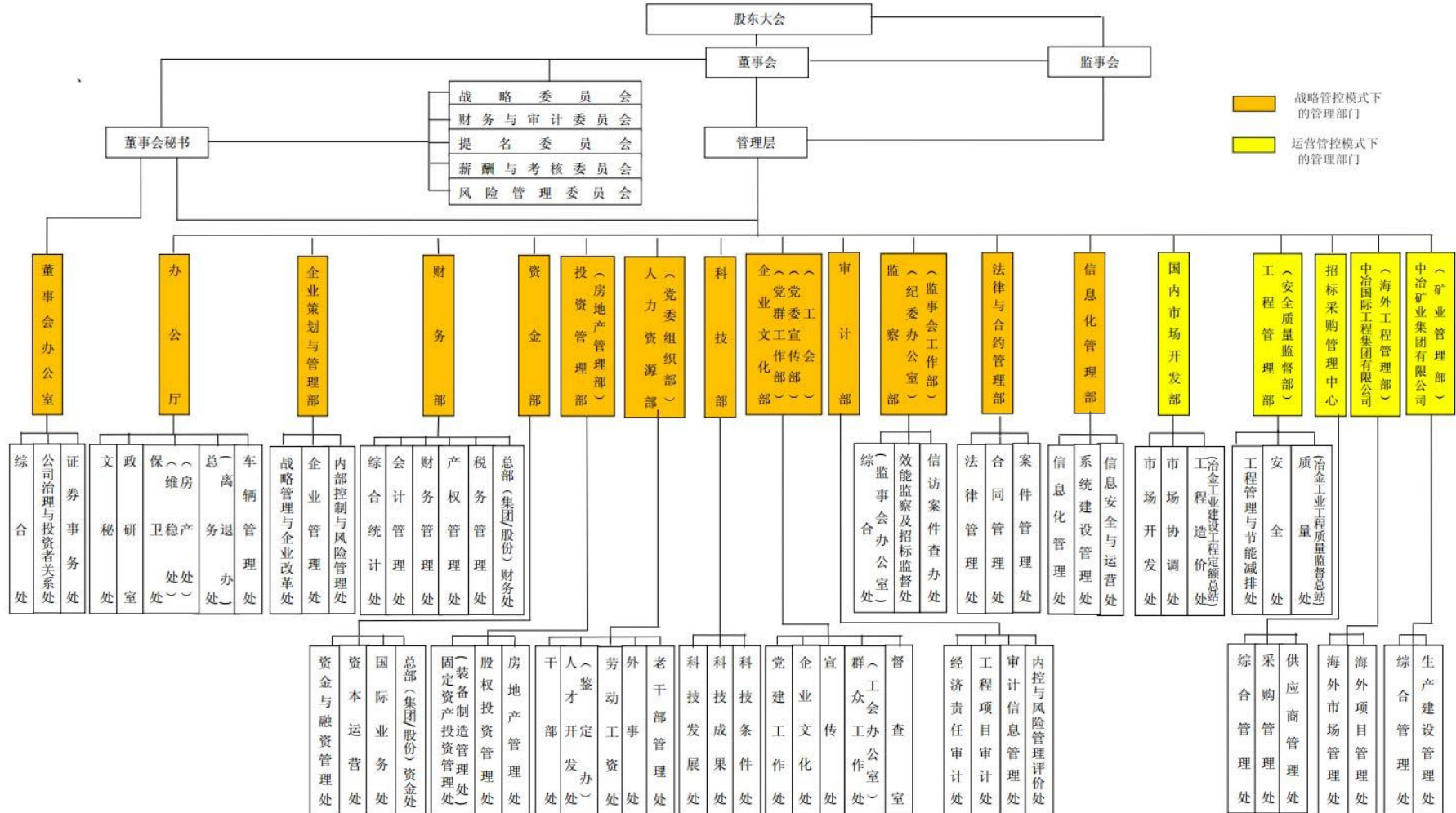


该重组完成后，公司股权结构如下图：



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 2016 年 6 月末）



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）	2013	2014	2015	2016.H1
货币资金	3,358,557.90	3,340,948.00	3,373,070.60	3,451,743.70
应收账款净额	5,259,763.00	5,579,928.20	6,366,310.90	6,582,964.00
存货净额	10,793,055.10	10,641,599.20	11,530,523.70	12,426,093.30
流动资产	23,995,419.40	24,708,656.40	27,555,879.30	29,006,139.80
长期投资	553,414.60	558,232.30	559,519.70	626,496.00
固定资产合计	3,810,418.00	3,706,696.40	3,597,710.40	3,606,958.90
总资产	32,288,443.90	32,597,847.90	34,376,281.90	35,935,295.70
短期债务	8,268,685.10	8,004,572.20	8,585,094.90	9,027,746.70
长期债务	4,231,180.20	4,375,868.30	3,094,322.90	3,432,940.80
总债务（短期债务+长期债务）	12,499,865.30	12,380,440.50	11,679,417.80	12,460,687.50
总负债	26,781,922.00	26,795,397.10	27,260,779.50	28,706,396.50
所有者权益（含少数股东权益）	5,506,521.90	5,802,450.80	7,115,502.40	7,228,899.20
营业总收入	20,269,024.10	21,578,577.20	21,732,397.20	9,582,465.50
三费前利润	2,185,460.70	2,218,857.20	2,290,944.90	1,072,985.10
投资收益	34,281.20	105,366.70	173,516.00	31,268.80
净利润	307,779.60	434,135.50	494,874.40	282,716.40
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,346,881.10	1,469,724.90	1,418,017.20	670,585.00
经营活动产生现金净流量	2,002,214.60	1,496,902.70	1,535,738.20	-284,936.90
投资活动产生现金净流量	40,509.20	-320,497.20	-560,259.60	-119,475.90
筹资活动产生现金净流量	-2,115,300.80	-1,443,157.40	-971,938.20	596,419.10
现金及现金等价物净增加额	-84,162.10	-267,137.70	16,520.10	199,141.10
财务指标	2013	2014	2015	2016.H1
营业毛利率（%）	13.61	12.93	13.12	13.00
所有者权益收益率（%）	5.59	7.48	6.95	7.82
EBITDA/营业总收入（%）	6.65	6.81	6.52	7.00
速动比率（X）	0.60	0.65	0.68	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.12	0.13	-0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.24	0.19	0.18	-0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	2.44	1.98	2.28	-1.10
EBITDA 利息倍数（X）	1.64	1.94	2.11	2.59
总债务/EBITDA（X）	9.28	8.42	8.24	9.29
资产负债率（%）	82.95	82.20	79.30	79.88
总债务/总资本（%）	69.42	68.09	62.14	63.29
长期资本化比率（%）	43.45	42.99	30.31	32.20

注：1、上述所有者权益、净利润均包含少数股东权益；

2、2016.H1所有者权益收益率和EBITDA/总债务指标经年化处理；

3、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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。