

中国冶金科工集团有限公司公开发行 2020 年公司 债券（第二期）（面向合格投资者）信用评级报告

项目负责人：杨 韵 yyang02@ccxi.com.cn 

项目组成员：李转波 zhbli@ccxi.com.cn 

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 4 月 16 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1180D 号

中国冶金科工集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国冶金科工集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）（面向合格投资者）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年四月十六日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
中国冶金科工集团有限公司	不超过 15 亿元 (含 15 亿元)	3 年	每年付息一次, 到期 一次还本付息	拟用于满足公司生产经营需要, 补充流 动资金

评级观点: 中诚信国际评定中国冶金科工集团有限公司 (以下简称“中冶集团”或“公司”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“中国冶金科工集团有限公司公开发行 2020 年公司债券 (第二期) (面向合格投资者)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了中冶集团综合实力雄厚、冶金工程领域市场地位显著、新签合同额大幅上升、业务结构持续优化以及融资渠道畅通财务弹性极强等因素对其业务发展及信用质量的支持。同时, 中诚信国际也关注到公司 PPP 项目回购周期较长, 未来运营效益存在不确定性, 房地产业务受行业政策影响较大以及债务结构有待优化等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

概况数据

中冶集团 (合并口径)	2016	2017	2018	2019.9
总资产 (亿元)	3,882.05	4,208.50	4,460.39	4,655.97
所有者权益合计 (亿元)	817.39	932.42	1,028.75	1,125.07
总负债 (亿元)	3,064.66	3,276.08	3,431.63	3,530.90
总债务 (亿元)	1,238.75	1,198.97	1,275.95	1,382.88
营业总收入 (亿元)	2,248.33	2,513.22	2,887.25	2,279.82
净利润 (亿元)	55.81	53.93	58.56	49.48
EBIT (亿元)	111.04	107.97	132.58	102.01
EBITDA (亿元)	143.27	139.13	162.85	126.00
经营活动净现金流 (亿元)	177.88	188.39	161.50	-108.59
营业毛利率 (%)	12.85	13.01	12.63	12.05
总资产收益率 (%)	2.99	2.67	3.06	2.98*
资产负债率 (%)	78.94	77.84	76.94	75.84
总资本化比率 (%)	60.25	56.25	55.36	55.14
总债务/EBITDA (X)	8.65	8.62	7.84	8.23*
EBITDA 利息倍数 (X)	3.63	3.88	2.49	2.79

注: 中诚信国际根据 2016 年~2019 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **综合实力雄厚。** 中冶集团是国务院国资委监管的大型中央企业, 亦是全球最大的工程建设综合企业集团之一, 在 ENR 杂志发布的“2019 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, 目前中冶集团在全球冶金建设市场占有率较高, 市场地位显著。

同行业比较

2018 年部分建筑施工企业主要指标对比表						
公司名称	建筑新签合同额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	总资本化比率 (%)	总债务/EBITDA (X)	营业周期 (天)
中国铁建	13,523.55	7,301.23	10.28	54.19	5.18	215
中国交建	7,709.94	4,908.72	9.11	57.70	6.69	167
电建股份	4,558.14	2,952.80	7.59	66.63	8.74	238
中冶集团	6,286.71	2,887.25	5.97	55.36	8.42	261

注: “中国铁建”为“中国铁建股份有限公司”简称; “中国交建”为“中国交通建设股份有限公司”简称; “电建股份”为“中国电力建设股份有限公司”简称。总债务/EBITDA 指标为三年平均值。

资料来源: 中诚信国际整理。

- **新签合同额持续上升, 业务结构持续优化。** 近年来新签工程合同额呈现持续上升趋势, 同时公司不断拓展非冶金工程市场, 使得工程施工业务结构进一步优化, 整体抗风险能力增强。

- **融资渠道畅通, 财务弹性极强。** 截至 2019 年 9 月末, 公司共获得各银行综合授信额度 5,890 亿元, 未使用授信总额为 3,811.00 亿元, 备用流动性充足。

关注

- **PPP 项目回购周期较长, 未来运营效益存在不确定性。** 公司 PPP 项目投资规模较大, 该类项目的运营及回购周期均较长, 相关项目后续实施进展及运营效果存在不确定性。

- **房地产业务受行业政策影响较大。** 受房地产政策持续收紧影响, 行业竞争日益加剧, 国内住宅市场销售增速有所放缓, 公司房地产开发业务发展面临压力, 项目资金回笼情况需予以关注。

- **债务结构有待优化。** 近年来公司债务结构主要短期债务为主, 较大规模的短期债务使得公司面临一定偿债压力, 债务结构有待优化。

评级展望

中诚信国际认为, 中国冶金科工集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。** 经营及业务承揽规模大幅下降; 工程及地产销售回款明显弱化; 债务过度扩张且投资回报率未及预期。

发行主体概况

中国冶金科工集团有限公司（以下简称“中冶集团”或“公司”）成立于1982年，前身为中国冶金建设公司，由原冶金工业部和对外经济贸易部批准，国务院出资成立，初始注册资本为85.39亿元。2006年3月12日由中国冶金建设集团公司更名为中国冶金科工集团公司，后于2009年4月27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”）批准更名为中国冶金科工集团有限公司。2015年12月8日，国务院国资委出具《关于中国五矿集团有限公司（以下简称“五矿集团”）与中国冶金科工集团有限公司重组的通知》（国资委改革[2015]164号）批复，由国务院国资委以无偿划转方式将中冶集团整体划入五矿集团。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。中冶集团主营业务主要涉及工程承包、房地产开发、装备制造及资源开发等领域。

产权结构：截至2019年5月7日，上述战略重组工商登记变更已完成，目前五矿集团持有公司100%股权，国务院国资委系公司最终控制人。公司经数次扩股增资，截至2019年9月末注册资本为103.39亿元。

本期债券概况

公司债券本期拟发行金额不超过15亿元（含15亿元）。本期债券期限为3年。本期债券品种为面向合格投资者公开发行的一般公司债券。本期债券采用固定利率形式，由公司与簿记管理人根据发行情况确定本期债券的最终发行利率。本期债券本息支付将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。募集资金用途拟用于满足公司生产经营需要，用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一

波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”

字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时期回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国宏观经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

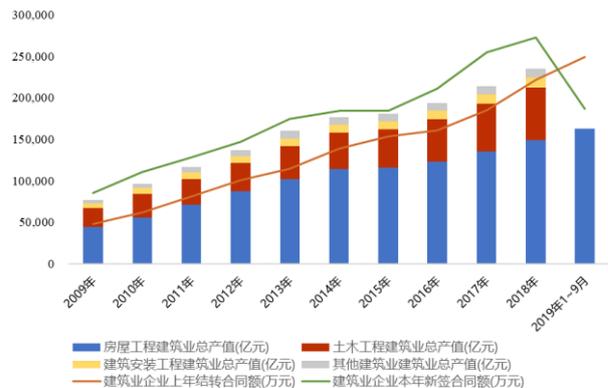
行业及区域经济环境

新型城镇化、交通强国、一带一路等政策利好能够

为建筑业带来持续需求，行业逐步由高速发展转为高质量发展

建筑业是国民经济的支柱产业之一，其发展与房地产开发、基础设施等固定资产投资保持着密切的关系。多年来我国建筑业整体保持了较好的发展态势，近五年（2013~2018）总产值实现了 7.1% 的年均增长，其中房屋建筑工程完成产值年均增长率为 6.6%，土木工程（铁路、公路、市政、工矿等）完成产值年均增长率为 9.2%，产业结构调整逐步推进。从订单保障情况来看，随着固定资产投资增长趋缓，新订单保障系数（当年新签合同/当年产值）指标自 2017 年达到峰值后有所回落，而考虑上年结转合同因素后的总订单保障系数仍不断提升。2019 年前三季度，我国建筑业完成新签合同额 18.71 万亿元，实现总产值 16.25 万亿元，新订单保障系数较 2018 年略有下降，但总订单保障能力进一步增强，从订单情况来看我国建筑业平稳发展的基本面未发生改变。

图 1：近年来我国建筑业整体发展情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

近年来我国固定资产投资受到供给侧结构性改革、经济去杠杆、房地产调控等宏观政策影响，增速呈持续下降态势。特别是 2018 年在基建投资增速断崖式下跌的拖累下，固定资产投资增长压力进一步加大。2019 年前三季度，全国固定资产投资完成额增速延续下探态势至 5.4%，与上年同期持平，其中制造业投资受内外需不确定性等因素的影响增速继续走低；基础设施投资逐步企稳但维持低位，

稳增长效果仍显不足；房地产业投资在前期拿地项目逐步进入开工期的带动下保持较强韧性，成为固定资产投资增速的重要支撑，但在严调控政策和融资收紧的双重约束下增速趋缓。中诚信国际注意到，近年全社会固定资产投资虽然继续保持增长态势，但增速逐年回落，势必对建筑行业形成一定压力，而随着工程总承包模式的推行，以及建筑产业化、精细化管理和 BIM 技术的逐步普及应用，我国建筑业的发展质量仍在不断提升。

随着建筑业总产值和增加值屡创新高，中国已成为全球规模最大的建筑市场，行业龙头的业务体量稳居世界前列，在美国《工程新闻记录》(ENR) 杂志发布的“2019 年度全球承包商 250 强”排行榜中，中国大陆共有 57 家企业入围，排名靠前的以大型央企和省属建工为主。此外，随着“一带一路”倡议的不断落地，中资企业国际工程承揽规模不断亦扩大，在美国《工程新闻记录》(ENR) 杂志发布的“2019 年度国际承包商 250 强”排行榜中，中国大陆共有 76 家企业入围。整体来看，多年来中国建筑行业快速增长的市场容量和激烈的竞争环境催生出了一批具有国际竞争力的建筑企业，并成为了中国企业“走出去”的先行者。

中诚信国际认为，国内新型城镇化和旧城改造等城市建设、更新需求仍将不断释放，交通强国等国家战略推进亦将为基础设施建设的长期发展提供有力支撑，加之“一带一路”倡议为行业发展带来的支撑，在未来一段时期我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，但行业内企业仍将持续处于激烈的市场竞争之中，具备技术、人才、精细化管理和投融资优势的建筑企业有望在行业演进的过程中持续受益。

受调控影响，房地产新开工增速承压，但在建项目加速竣工、存量房改造和保障性住房建设等仍能为房建行业提供支撑；行业集中度或进一步提升

房屋建筑市场发展与房地产行业密切相关。2016 年，国内房地产市场出现回暖，房地产开发投

资增速触底反弹，全年增长 8.1% 至 16.69 亿平方米；2017 年，国内商品房销售进一步好转，开发商补货意愿较强，全国土地成交面积恢复增长，当期房地产新开工面积同比上升 7.0% 至 17.87 亿平方米；2018 年，在房企“高周转”的推动下，全年新开工面积大幅增长 17.2%。2019 年以来，房地产行业融资政策持续收紧，房企资金到位情况弱化使得新开工面积增长面临较大压力，前 9 月房屋新开工面积累计增长 8.6%，较上年同期下降明显，而竣工面积增速则快速回升，房地产新开工和竣工面积增速之间存在的缺口呈现收窄态势，而竣工的加速能够为房建施工产业链平稳运行提供良好基础。值得注意的是，2019 年来土地购置已出现明显减缓，土地投资的滞后效应将会在中期对房地产建安投资产生一定影响，考虑到目前房地产行业市场份额和土地储备的集中度持续提升，未来一段时期与大型龙头房企保持良好战略合作且具备较强合同履约能力的房建产业链企业能够在订单获取方面得到更好保障，房建产业链集中度亦有望趋于集中。

图 2：近年来我国房地产施工及土地购置情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

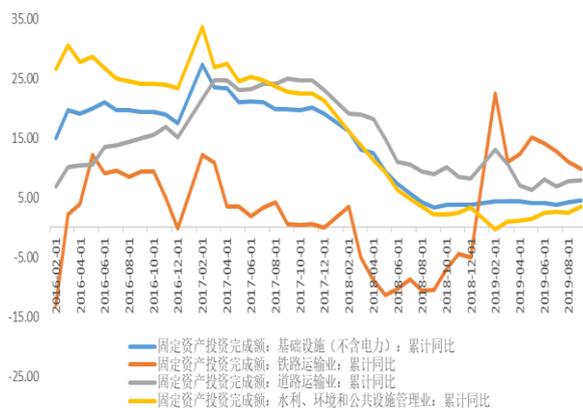
随着国家对房地产市场，尤其是商品房住宅市场的深度与持久地调控，房屋建筑市场形势渐趋复杂。近年来，在国家各级政府政策的支持下，保障性住房成为拉动房屋建筑市场发展的新增长点。2018 年，全国棚户区改造开工 626 万套、基本建成 511 万套，顺利完成年度目标任务，建设规模进一步扩大。2019 年 6 月，国务院常务会议部署开展城镇老旧小区改造试点，并提出建立小区后续长效管

理机制，中诚信国际认为，未来一段时期存量房改造和保障房建设的推进一定程度上能够抵消商品房住宅市场下滑给房屋建筑行业带来影响。此外，工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等依然能够带来大量厂房、办公用房的建设需求；同时，在城镇化进程推进下，大中城市新建大型文体场馆、公共交通枢纽等城市公共设施的需求也将维持较高水平，将在一定程度上平滑房屋建筑市场的波动。

逆周期调节力度的进一步加大有望催生交通基础设施、市政管网、园林绿化、水利环保等投资落地，提振基建行业需求

以公路、铁路、机场、港口、市政道路、城市轨道交通、综合管廊、水域治理等为代表的基础设施投资是固定资产投资的重要构成，多年来在中央和地方政府的推动下，我国基建投资规模保持了较快增长，成为经济发展的重要支撑点，但2018年受地方政府债务控制、宏观去杠杆、PPP项目审查趋严等因素影响，增速大幅下降15.2个百分点至3.8%。2019年来，在“基建补短板”的支撑下，基建投资增速逐步企稳，前三季度为4.5%，逆周期调节效果仍显不足。

图3：近年来我国基建投资增速情况



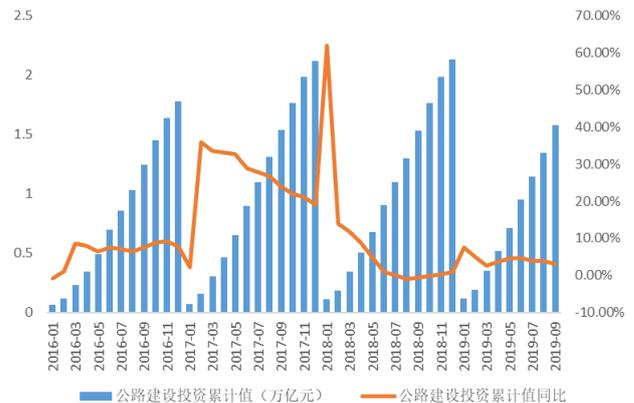
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

铁路方面，2019年前三季度的铁路投资规模同比有所下降，但中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）10月份提出四季度要按照“保

开通、保在建、保开工”的顺序，确保完成8,000亿元铁路投资任务和实物工作量，而根据交通运输工作会议上提出的目标，2020年全国铁路完成投资计划仍为8,000亿元，随着川藏铁路等重大项目的启动，短期内铁路投资仍有望保持在一定规模，为铁路施工行业形成一定支撑。

公路方面，截至2018年末全国公路总里程达到484.65万公里，其中高速公路14.26万公里，期末全国公路密度为50.48公里/百平方公里，国家路网建设逐步完善。但2018年以来，受PPP项目清库、政策收紧等因素影响，公路投资增速明显回落，当年全国完成公路固定资产投资21,335亿元，增速较上年末下降18.16个百分点至0.82%，其中高速公路建设完成投资9,972亿元，增长7.7%；普通国道建设完成投资6,378亿元，下降12.2%；农村公路建设完成投资4,986亿元，增长5.4%。2019年以来，在取消高速公路省界收费站、“四好农村路”建设等推动下，前三季度公路建设完成投资15,763亿元，同比增长3.09%。

图4：近年来我国公路建设投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为进一步发挥基建逆周期调节的作用，2019年以来中央陆续出台相关鼓励政策，包括专项债可作符合条件的重大项目资本金、扩大专项债使用范围并提前下达部分2020年专项债额度、降低部分基建类项目资本金比例等。2019年9月，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了我国交通

基础设施建设的关键目标。未来，在交通强国、美丽中国以及粤港澳、长三角、京津冀等城市群建设的推动下，交通基础设施、市政管网、园林绿化、水利环保等基建投资仍将维持在较高水平，为相关基建施工企业的稳定发展提供有力支撑。

近期关注

PPP 模式已进入政策规范和风险控制的高质量发展阶段，对建筑企业的投融资管理提出了更高要求

2014 年以来，国家发改委、财政部、国土资源部、银监会和国家铁路局相继或联合发文，支持社会资本以独资、合资等多种投资方式建设和运营基础设施项目，在经历了 2015 年及 2016 年的 PPP 项目爆发式增长后，2017 年国资委和财政部等出台一系列强力监管文件标志着 PPP 项目进入严监管周期。随着《财政部关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》（财金〔2018〕54 号）、《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）等文件的落地实施，PPP 模式已由过去的培育和快速增长阶段进入了政策规范和风险控制的高质量发展阶段，后续项目入库将更注重项目质量和合规性审核以及执行效率。中诚信国际认为，入库项目标准的提升将阶段性影响 PPP 项目供给量，对金融机构提供融资监管的趋严使得融资落地难度有所提升，社会资本方、金融机构及政府在项目接洽过程中的多向选择将更趋谨慎。但从长远来看，一系列监管政策的出台有利于 PPP 项目的规划化运作和实际落地率的提升，资金亦将向合规、优质项目倾斜，从而保护 PPP 项目各参与方的应有利益。

截至 2019 年 9 月末，全国 PPP 综合信息平台项目管理库入库项目共计 9,249 个，总投资额 14.1 万亿元；其中落地项目共 6,039 个，落地率较上年同期增长 16 个百分点；落地项目涉及总投资额 9.2 万亿元，共签约社会资本 10,713 家，其中民营企业占比为 34.6%。从开工情况来看，同期未落地项目中累计开工项目 3,559 个，总投资额 5.3 万亿元。

从入库项目回报机制来看，可行性缺口补助项目累计投资额占入库项目总投资的 66.8%，政府付费项目累计投资额占比 23.9%，使用者付费项目累计投资额占比 9.4%。从财政承受能力来看，全国 2,602 个有 PPP 项目入库的行政区中，2,583 个行政区在 PPP 项目合同期内的各年度财政承受能力占比均在 10% 红线以下，其中 1,886 个行政区低于 7% 预警线，1,415 个行政区低于 5%，而 19 个超过 10% 的行政区已停止新项目入库。

中诚信国际关注到，PPP 项目中政府扮演了多种角色，主导的工作包括需求分析、投资分析决策、特许权授予、产品或服务购买、土地供给和提供税收优惠等，建筑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，使项目推进存在不确定性。虽然我国陆续出台了一系列政策措施，但因 PPP 模式发展历程较短，对口公共管理部门对项目推进中的各种问题可能缺乏妥善解决的经验，建筑企业维权的成本依然很高。此外，在我国基础设施建设中，应用 PPP 模式虽已有先例，但项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确、融资成本高、运营回报率低、退出机制不完善等一系列问题，对建筑企业的综合投融资管理能力提出了更高要求。

新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响，长期影响有限

2020 年初，受新冠疫情影响，各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看，国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因素，复工时间较往年明显延后，一季度建筑业产值面临较大冲击。同时，人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加；而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧，叠加“用工荒”问题，亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加，但疫

情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外，疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看，一季度为建筑施工的传统淡季，受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补，全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时，2020 年对投资稳增长的要求更为紧迫，后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大，进而提振建筑业需求。整体来看，本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

业务运营

中冶集团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，近年公司业务整体保持平稳运行，收入规模逐年增长。目前公司已形成以工程承包为核心主业，辅以房地产开发、装备制造、资源开发等业务体系，施工领域及能力趋向多元化。资源开发业务受 2017 年 12 月公司将冶炼加工业务经营主体的股权转让影响，2018 年以来收入规模大幅下降。

表 1：2016 年~2019 年 9 月公司营业总收入情况（亿元）

业务板块	2016	2017	2018	2019.1-9
工程承包	1,876.39	2,086.13	2,571.01	2,011.68
房地产开发	225.06	249.15	228.70	140.92
装备制造	51.12	62.55	69.88	52.27
资源开发	85.01	123.63	50.12	42.09
其他	47.04	45.76	43.59	32.87
分部间抵消	-36.29	-54.00	-76.05	-
合计	2,248.33	2,513.22	2,887.25	2,279.82

资料来源：公司提供

公司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，资质业务齐备，综合实力极强，为工程建设市场提供较强的技术保障

中冶集团是全球最大的工程建设综合企业集团之一，自二十世纪四十年代末鞍钢恢复生产开始，公司即先后参与鞍钢、本钢、武钢、包钢、攀钢、马钢、宝钢、太钢及沙钢等我国大部分大型钢铁联

合企业的规划、设计或建设，参与创建我国钢铁行业发展的诸多重大里程碑，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，相继开拓包括印度、日本、加拿大、巴西、德国、南非和澳大利亚等国家的冶金工程承包市场，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，在全球冶金建设市场占有率较高，市场地位显著。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，代表我国冶金工程领域领先的勘察、咨询、设计及施工能力，能够为钢铁联合企业“全生命周期”提供勘察、咨询、设计、建设、技改及维检等全方位服务。中冶集团在美国《工程新闻记录》（ENR）杂志发布的“2019 年度全球工程承包商 250 强”排名中位居第 8 位，整体综合实力极强。

截至 2019 年 9 月末，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。公司下属 2 家子公司拥有建筑工程、市政公用、冶金工程及公路工程四特级资质，4 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，4 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 2019 年 9 月末，公司施工总承包特级资质数量达 37 个，其中，公路工程施工总承包特级资质 4 项，为公司开拓非冶金工程建设市场提供较强的技术保障。

公司近年来项目承揽情况良好且储备充足，是业务收入持续增长的良好保障

工程承包是公司的传统核心主业，也是当前最具竞争实力、收入规模最高的业务板块。目前公司在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；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。

公司冶金工程业务一般分为钢铁冶金和有色金属冶金两大类。冶金工程方面，在钢铁行业供给侧改革持续推进、冶金建设市场低迷的背景下，近年来该板块新签合同额占工程承包新签合同总额的比重低位徘徊。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，公司冶金工程规模处于较低水平。2017年以来，公司抓住钢铁行业形势好转的市场机遇，积极包揽环保搬迁、节能减排和产业升级的大型项目，推动冶金工程新签合同额持续上升。

非冶金工程是工程承包主业经营结构调整的重点领域，随着国家京津冀协同及雄安新区、长江经济带以及粤港澳大湾区等战略的推进、城镇化建设提速以及基础设施投资保持较大规模，公司近年在房建、公路、交通市政基础设施等领域取得了较大进展，非冶金工程新签合同额持续上升，占各期新签合同总额比重均在80%以上。

表 2：2016 年-2019 年 9 月公司工程承包新签合同额构成（亿元）

业务类型	2016	2017	2018	2019.1~9
冶金工程	457.67	788.42	1,110.61	897.52
非冶金工程	4,102.54	4,752.71	5,176.10	4,184.94
其中：房屋建筑工程	2,325.95	2,529.85	2,969.20	-
交通基础设施工程	1,106.37	1,403.38	1,505.99	-
其他	670.22	819.48	700.91	-
合计	4,560.21	5,541.13	6,286.71	5,082.46

资料来源：公司提供

海外工程承包方面，公司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，近年来发展平稳，是工程承包业务的有效补充。但需关注的是，海外工程业务面临一定的政治、汇率及突发性事件的风险，且该类风险控制难度高于国内市场，将对公司运营管理和风险控制能力提出更高要求。

表 3：2019 年前三季度公司签订的主要海外工程项目（亿美元）

项目名称	合同金额
马来西亚东钢 80 万吨清洁型热回收焦炉项目 EPC 总包合同	2.44
OBI 镍钴工程一、三标段	1.88
印尼新亚洲国际有限公司年产 150 万吨轧钢项目	1.53
河钢塞尔维亚公司技术改造项目总承包合同	1.06
印尼古龙钢铁集团设备成套供货	0.61
孟加拉 RAMPAL 电厂配套小镇综合体项目 EPC 合同	2.96
马来西亚沙巴州卷烟厂项目	0.96
斯里兰卡中部高速公路第一标段第一合同包项目	0.86
柬埔寨王国西哈努克港春晖园·凯旋湾酒店公寓项目	0.78
巴布亚新几内亚高地高速公路项目一期第一标段	0.67
合计	13.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司积极参与基础设施投资等 PPP 项目的拓展，但投资规模大，回款周期长等特点或将给项目后期运营效益带来较大不确定性

近年来，公司从投资源头介入，积极参与 PPP 项目的拓展，以投融资带动总承包，实现投资与施工的联动资本。该类资本运营项目建设资金来源主要为政府补助、银行借款以及公司自筹资金，收益平衡方式主要为使用者付费和可行性缺口补助，同时也对建筑企业的资金实力、施工水平和项目管理能力提出更高要求，但竞争相对缓和，整体利润率高于单纯的工程承包业务，对公司施工业务形成一定补充。

2016 年和 2017 年，受益于 PPP 模式推广带来的发展机遇，公司项目承揽量大幅增加。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，全年新签约 PPP 项目 65 个，项目总投资 1,062.93 亿元。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。但**中诚信国际注意到** PPP 模式下项目运营及回款周期较长，且前期建设施工投资规模较大，加之政策调控趋严等因素，或对后续融资及项目进

度产生影响，需对公司投融资项目后续推进及运营情况保持关注。

表4：2018年公司新签PPP工程项目情况（亿元）

项目名称	合同金额
湖南省湘西州“十三五”旅游干线公路建设运营PPP项目施工总承包项目	45.70
新疆木那布拉克道班-卡子-吐拉牧场等五个公路项目（PPP项目）	44.70
浙江省衢州市体育中心PPP项目	27.80
河北保定市北三环、东风路西延地下综合管廊建设工程项目（PPP项目）	24.80
广东省中山翠亨新区翠城道北段地下综合管廊及同步建设工程PPP项目（PPP项目）	23.20
河南郸城县洺河生态水系黑臭水体治理与环境景观提升工程（PPP项目）	14.00
甘肃庆阳市海绵城市试点建设项目（PPP项目）	9.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司土地储备充足，房地产业务具有可持续发展能力，但未来资本支出压力较大，加之行业调控持续的背景下，或对未来开发和回款产生一定影响

近年来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协同发展。经过多年发展，公司房地产开发业务已进入北京、上海、天津及南京等城市。

面对“去库存”压力和“限购限贷”政策调控，公司以长三角、珠三角、京津冀为重点发展区域并辐射全国。2018年以前随着公司加大库存去化力度以及提升开发节奏，使得新开工面积呈快速上升趋势。但2018年以来受国内房地产调控偏紧影响，公司房地产签约销售面积和签约销售额均大幅下降。

截至2019年9月末，公司在手房地产项目计划总投资1,908.71亿元，累计完成投资额1,081.88亿元，尚需投资826.83亿元，未来投资压力较大。

表5：2016年~2019年9月公司房地产开发板块经营情况（亿元、万平方米）

业务指标	2016	2017	2018	2019.1-9
当期完成投资总额	142.98	212.67	220.32	114.68
签约销售面积	138.79	141.56	103.37	68.18
签约销售额	211.82	231.87	144.82	88.19

竣工建筑面积	185.14	184.94	157.28	106.22
施工建筑面积	1,109.02	1,074.31	1,147.98	1,076.27
其中：新开工建筑面积	187.06	189.93	258.61	85.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地储备方面，截至2019年9月末公司土地储备面积为418.43万平方米，主要位于石家庄、承德及南京等地区，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。

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，带动收入规模稳定增长

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。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，近年来公司收入规模逐年增长。

公司装备制造板块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设计、制造、销售以及相关服务，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，客户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。公司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，压力容器品牌

已在行业中享有较高的知名度。下属子公司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。

资源开发业务面临政治、结算、跨国资金调配和汇率等多项风险因素，对公司构成一定的盈利压力，该板块未来经营情况保持关注。

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。2016年和2017年受益于市场行情的好转，该业务板块收入持续增长，但自2018年以来，公司将原毛利率水平较低的冶炼加工业务经营主体中冶葫芦岛有色金属集团有限公司的股权进行转让，致使资源板块收入大幅下降。

从产品品种来看，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开采。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，采取“一矿一策”的经营措施。从主要项目来看，巴基斯坦山达克铜金矿全年粗铜产量有所波动，同时粗铜价格波动使得销售收入亦出现波动；受前期铁矿石价格波动加大、预期价格降低以及比索贬值影响，2016年阿根廷希拉格兰德铁矿项目产生一定亏损，自2017年以来该项目以去库存为主，2018年在此基础上通过停产、减员、资产变现等措施有效遏制了经营亏损；巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目近年来达产率和产量逐年提高，且于2018年首次实现年度性盈利。未来公司将继续采取“一矿一策”方案，针对各个矿产资源进行成本管控，在提高经营质量的同时提升板块盈利能力。

表6：近年来公司资源开发业务主要项目销售收入情况（单位：亿元）

项目名称	产品品种	2016	2017	2018
巴基斯坦山达克铜金矿	粗铜	6.79	7.00	6.46
阿根廷希拉格兰德铁矿	铁精粉	0.61	0.27	0.29
巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目	镍/钴	11.95	26.13	26.57
巴基斯坦杜达铅锌矿	锌精矿/铅精矿	0.28	3.08	3.99

资料来源：公司年度报告

资源板块建设方面，截至2018年末，公司共有2个在建项目，分别为阿富汗艾娜克铜矿项目和巴基斯坦杜达铅锌矿项目。2014年，阿富汗政府未按合同要求落实磷矿和煤矿资源，严重影响了阿富汗艾娜克铜矿项目的正常进展，目前公司处于与阿富汗政府进行采矿合同修改谈判阶段。巴基斯坦杜达铅锌矿项目于2004年开工建设，受复杂地质条件及低迷市场环境的影响出现中断，于2014年由子公司中国华冶科工集团有限公司进行恢复生产和建设工作，其中上部系统于2016年初投产，于2019年5月实现该项目提前达产。

战略规划及管理

以“聚焦中冶主业，建设美好中冶”为发展愿景，在新常态下进一步提出“做冶金建设国家队、基本建设主力军、新兴产业领跑者，长期坚持走高技术高质量发展之路”的战略新定位

冶金建设国家队的发展计划方面，公司计划集中1.8万人左右的冶金建设国家队最强阵容，持续不断加大研发投入，瞄准冶金工程的重大和前沿领域，提高关键环节和重点领域的创新能力，集中突破一批关键技术和重大装备，提升公司作为冶金工程建设与运营的整体水平，力争用3年时间从占全球冶建市场份额的60%提升至80%，承担起引领中国冶金向更高水平发展的国家责任，争做全球最强最优最大冶金建设运营服务“国家队”。

基本建设主力军的发展计划方面，公司将把握“一带一路”倡议，挖掘沿线国家在基础设施建设领域的巨大潜力，并抓住国内消费转型趋势和节能

环保政策要求，大力发展特色业务，加强技术与资本的结合，在交通基础设施、园区开发、城市综合体、标志性建筑等基本建设业务领域，争做国家基本建设和践行“一带一路”战略的主力军。

新兴产业领跑者的发展计划方面，公司将紧跟国家新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化的建设步伐，大举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、规划与咨询、环境与新能源（特别是污水处理及管网运营、中水回用、固废处理、土壤修复及节能减排和光伏发电）等领域发力，集中资源统筹开展新兴产业的关键、共性技术研究，掌握核心技术，开发核心产品，争做国家新型城镇化建设过程中尤其在海绵城市、美丽乡村、智慧城市、城市管廊建设理念、设计和施工方面的领跑者。

法人治理结构完善，生产管理体系健全，严格的采购、投资和战略风险管理有助于保证资金安全及提升内控水平

公司设立董事会、监事会以及经营管理层，由五矿集团履行出资人职责。经营层下设国内市场开发部、海外工程管理部、安全质量环保部、工程建设管理部、招标采购管理中心、企业战略与管理创新部、计划财务部、资金部、投资管理部等职能部门，法人治理结构较为完善。

为提升管理能力、投资效益和运行效率，公司根据行业特点和经营管理需要，建立一套较为完整的内部控制制度，主要涉及安全生产、资金运营与管理、突发事件应急管理等多个方面，以保证公司各项经营活动的正常有序运行。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2016 年~2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年前三季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均

为各期财务报表期末数。

盈利能力

公司盈利能力处于同行业较高水平，但快速增长的期间费用和资产减值损失对利润造成一定影响

营业毛利率方面，近年公司营业毛利率水平总体保持平稳。分板块来看，工程承包业务毛利率近年来基本保持稳定；受益于多晶硅和全球金属矿业行业复苏，以及冶炼加工业务的剥离，公司资源开发业务板块毛利率近两年显著提升；装备制造业务在行业景气度回升的背景下，获利水平有所上升；房地产开发业务受部分项目收益良好的带动，毛利率整体保持较高水平。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

业务板块	2016	2017	2018	2019.1-9
工程承包	11.05	11.15	10.54	10.72
资源开发	12.09	18.13	35.08	18.86
装备制造	10.83	9.15	12.02	12.18
房地产开发	27.24	24.83	28.48	28.43
合计	12.85	13.01	12.63	12.05

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。由于建筑行业从业人数较多、项目数量大且地域分布较为分散，导致管理费用一直是公司最主要的费用支出，且随着业务规模扩大和研发投入增加而逐年提升，占期间费用的比重维持在 70%以上。公司近年严格控制有息债务规模，利息支出亦随之波动，但 2017 年和 2018 年产生一定的汇兑损失，导致财务费用上升。近年公司期间费用占营业总收入比重整体适中，费用率可控，但仍对利润总额产生一定侵蚀。

利润总额方面，公司近年来业务经营保持稳定，经营性业务利润持续增长，是利润总额最主要组成。同时一定规模的投资收益对利润形成有益补充。此外，受部分海外矿产项目亏损等影响，近年来以坏账损失和存货跌价损失为主的资产减值损失维持一定规模，且 2018 年“三供一业”产生分离移交费等营业外支出对利润总额造成一定影响。随

着利润总额的提升，EBITDA 亦呈现增长的趋势，但与营业总收入增速不匹配，故 EBITDA 利润率整体有所波动；净资产收益率则随着净利润的增速放缓而相应下降，处于同行业中游水平。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2016	2017	2018	2019.1~9
期间费用合计	152.70	199.13	217.50	158.01
期间费用率	6.79	7.92	7.53	6.93
经营性业务利润	102.31	107.80	125.08	101.30
资产减值损失	41.34	45.05	38.39	37.00
公允价值变动收益	-0.03	0.00	0.29	-0.07
投资收益	4.41	6.63	3.79	-0.45
营业外损益	6.47	1.92	-9.00	1.04
利润总额	71.83	72.26	83.17	65.09
EBITDA 利润率	6.37	5.54	5.64	5.53
净资产收益率	7.29	6.16	5.97	6.13*

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产规模及自有资本实力稳步增长，但外部融资规模仍然较大，且债务期限结构以短期债务为主，有待优化

建筑行业的经营特点决定了流动资产在公司总资产中占比较高，近年来一直保持在 75%以上，主要由存货、应收账款和其他应收款构成。近年来，工程施工和房地产业务规模的持续高位运营，使得公司存货维持较大规模。公司应收账款主要为应收工程款，受业务规模扩大、非冶金工程项目增加和钢铁企业业主结算周期延长等因素影响处于高位，公司高度重视应收账款回收安全性和完整性，2018 年采用多种清欠措施，催收效果良好，应收账款规模同比有所下降。由于近年来公司业务规模扩大，存货和应收账款均保持较大规模；同时非冶金工程项目主要客户为政府单位，结算周期较长，冶金工程客户受钢铁行业调整，资金相对紧张，使得公司营业周期高于建筑行业平均水平，2018 年，公司营业周期为 261 天。公司其他应收款主要为履约保证金、投标保证金和往来款等，受投标项目较多、新签合同额上升以及合营及联营企业关联方贷款增

加等影响近年来上升较快，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。此外，随着 PPP 等投融资建设模式项目量的增加，以应收基建项目及 PPP 项目款为代表的长期应收款和长期股权投资持续增加，使得公司的非流动资产规模快速上升。2019 年 9 月末，公司非流动资产进一步增至 1,110.59 亿元，占资产总额比重升至 23.85%。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019.9
应收账款	696.58	735.42	667.91	690.54
存货	1,238.72	1,183.06	1,246.20	1,346.39
其他应收款	338.33	432.90	564.51	598.95
流动资产合计	3,090.12	3,256.59	3,422.20	3,545.37
长期应收款	112.78	235.41	210.46	235.90
长期股权投资	51.70	89.26	138.59	165.63
固定资产	330.88	307.19	290.34	298.43
非流动资产合计	791.93	951.91	1,038.19	1,110.59

注：中诚信国际分析时将合同资产计入存货。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，因此负债水平较高是行业的普遍特征；另外，公司从事的房地产开发业务也具有高负债的经营特性。从负债构成来看，公司负债以经营性负债为主，主要是对原材料供应商和分包商的资金占用、施工项目业主支付的工程预付款和项目履约保证金以及关联方贷款。此外，近年来由于公司承接的 PPP 项目量逐年增长，受该模式下项目回款周期较长影响，使得公司对外部融资的需求有所增加，债务规模快速增长，截至 2019 年 9 月末，总债务增至 1,382.88 亿元。公司债务期限结构以短期债务为主，债务结构有待优化。未来，施工业务规模的扩大、投融资建造项目的推进以及房地产业务的开展或将进一步推动债务规模增长，公司负债水平依然存在上升压力。

所有者权益方面，受益于经营累积、发行永续债和 PPP 项目增加使得少数股东权益快速增加等因素，近年来公司权益规模不断增加，截至 2019 年 9 月末，公司其他权益工具金额为 64.55 亿元，主要为公司发行的可续期公司债，占当期末所有者权益合计的 5.74%。权益的增加使得公司资本结构有所

优化，资产负债率和总资本化比率近年来相对稳定，截至2019年9月末，分别为75.84%和55.14%。

表10：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2016	2017	2018	2019.9
应付账款	1,124.49	1,175.76	1,132.74	1,136.79
预收款项	333.95	433.81	591.10	564.42
应付票据	176.39	223.32	277.51	310.49
其他应付款	175.46	249.25	239.97	255.92
短期借款	593.86	485.84	526.01	590.38
长期借款	250.39	234.71	239.93	292.47
应付债券	66.54	70.87	85.12	16.60
少数股东权益	522.97	606.29	649.31	753.34
所有者权益合计	817.39	932.42	1,028.75	1,125.07
资产负债率	78.94	77.84	76.94	75.84
总资本化比率	60.25	56.25	55.36	55.14

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报告

现金流及偿债能力

持续净流入的经营活动现金流为业务发展和偿债提供了有力支持，但较大规模的资本运营项目投资使得公司仍较为依赖筹资活动

经营活动方面，受益于经营活动现金收支管控，近年来经营活动现金流维持净流入态势，2018年以来国家推进欠款限时清零，公司付现规模大幅上升，使得当年经营活动净现金流同比有所下降。2019年前三季度，受季度性结算及付款因素影响，经营活动现金流呈净流出态势。

投资活动方面，受关联方及第三方贷款以及PPP项目投资影响，公司投资活动现金流维持净流出态势，其中，2016年财务公司货币基金收回投资大幅增加，使得当年投资净流出规模处于近年最低水平；2018年，公司给予关联方的贷款利息收入增加，投资活动净现金流敞口有所缩窄。

筹资活动方面，债权融资是公司主要的融资方式，近年来受债务偿还和分配股利、利息保持在较高水平影响，筹资活动现金流维持净流出态势，其中，2017年公司发行可续期公司债吸收较多投资，当期筹资活动现金净流出规模处于低位。

受益于经营规模的扩大，公司EBITDA近年来整体呈增长趋势，对利息支出的覆盖能力较好；但

总债务规模较大，EBITDA对其保障能力较弱。经营获现情况则受现金净流入规模影响，对债务本息的覆盖能力呈波动状态。

表11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2016	2017	2018	2019.1-9
经营活动净现金流	177.88	188.39	161.50	-108.59
投资活动净现金流	-32.94	-193.25	-121.50	-49.71
筹资活动净现金流	-50.62	-18.30	-64.04	85.21
货币资金	466.74	448.93	470.00	395.73
总债务	1,238.75	1,198.97	1,275.95	1,382.88
短期债务	921.82	893.40	949.27	1,073.81
长期债务	316.93	305.57	326.68	309.07
经调整的经营净现金流/总债务	8.14	9.84	5.49	-15.55*
总债务/EBITDA	8.65	8.62	7.84	--
EBITDA利息倍数	3.63	3.88	2.49	--

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性良好，受限资产和对外担保比例较小，但未来诉讼案件发展的不确定性或将对公司的运营造成一定影响

截至2019年9月末，公司在各家金融机构共获得授信额度5,890亿元，尚未使用授信额度3,811亿元，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降低融资成本，融资渠道畅通。

截至2019年6月末，公司对外担保余额合计110.65亿元，主要为业主按揭担保，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10.37%。截至2018年末，公司作为被告形成的重大未决诉讼的金额为27.75亿元，主要为建设工程合同纠纷，公司计提预计负债2.24亿元；未来诉讼案件发展的不确定性或将对公司的运营造成一定影响。

表12：截至2018年末公司主要未决诉讼情况（亿元）

案由	对方单位	标的额
合资合作开发房地产纠纷	佟计刚	4.66
建设工程施工合同纠纷	北京洋基市政工程有限公司	2.47
建设工程合同纠纷	巴西CSN公司	2.06
股权转让纠纷	大连九里投资有限公司	1.45

建设工程施工合同纠纷	甘肃九龙房地产开发有 限公司	1.44
------------	-------------------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2019 年 6 月末，公司受限资产总计 278.33 亿元，占当期末总资产 6.03%，其中受限货币资金 119.68 亿元，受限存货 70.30 亿元。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至 2020 年 2 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告，截至 2020 年 4 月 13 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司作为骨干央企子公司，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持

2019 年国务院国资委以无偿划转方式将中冶集团整体划入五矿集团，中冶集团与五矿集团进行战略重组。自 2019 年 5 月起，五矿集团作为公司控股股东。五矿集团系国务院国资委监管的中央企业，被中央列为关系国家安全和国民经济命脉的 53 家国有重要骨干企业之一。2019 年五矿集团在世界 500 强企业排名为 112 位，综合竞争实力极强。

公司作为五矿集团下属重要的施工企业，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持，有利于公司整合内外部的资源，实现自身业务的快速发展。

此外，作为国内行业龙头企业，中冶集团一直以来都能得到银行等金融机构的大力支持，充足的授信额度为公司各类业务开展奠定了良好基础。中冶集团下辖中国冶金科工股份有限公司可以通过 A 股和 H 股资本市场进行证券融资，融资渠道畅通。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定中国冶金科工集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中国冶金科工集团有限公司公开发行 2020

年公司债券（第二期）（面向合格投资者）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于中国冶金科工集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）（面向合格投资者）的跟踪评级安排

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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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，本公司将于本次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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

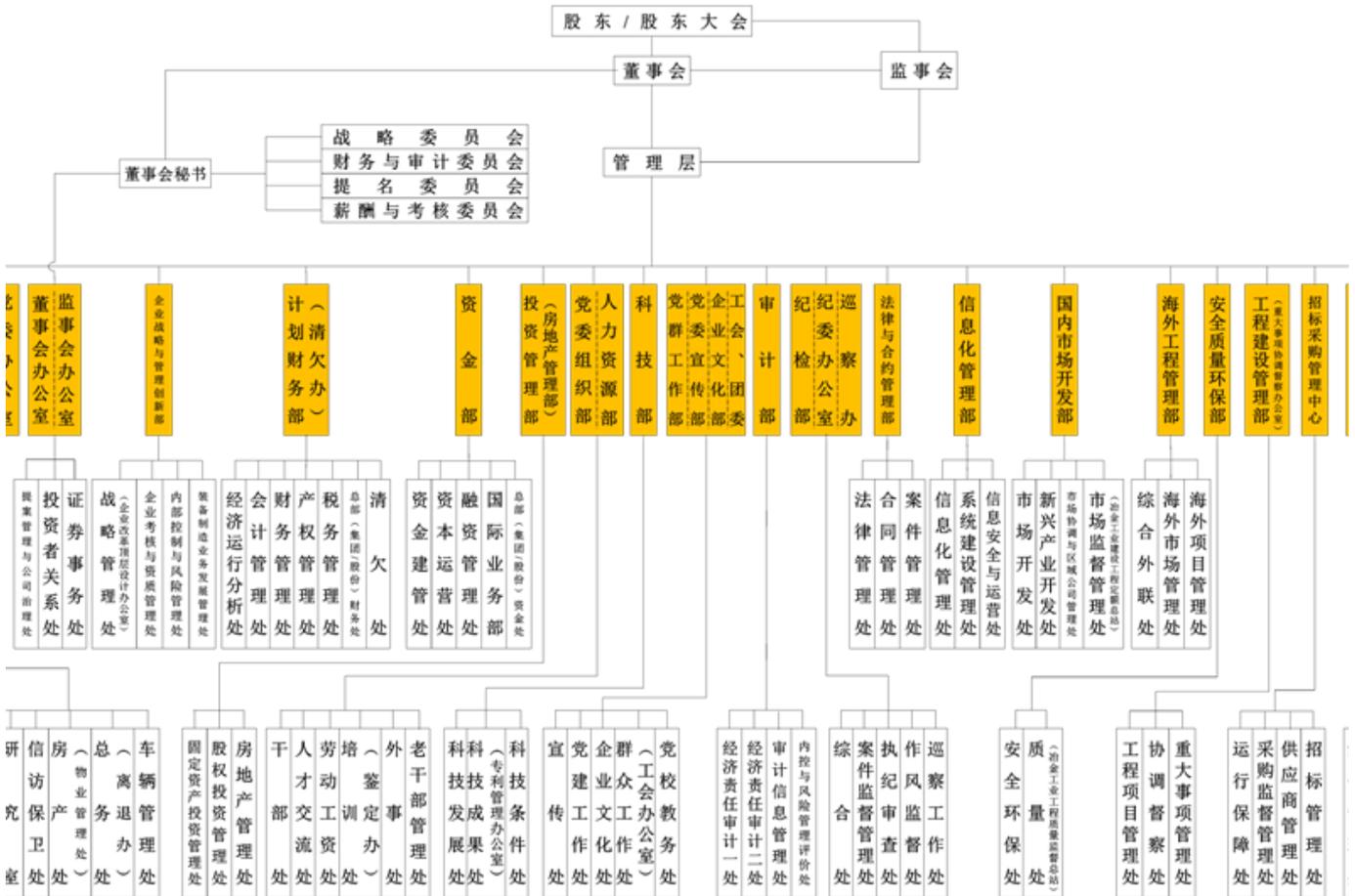
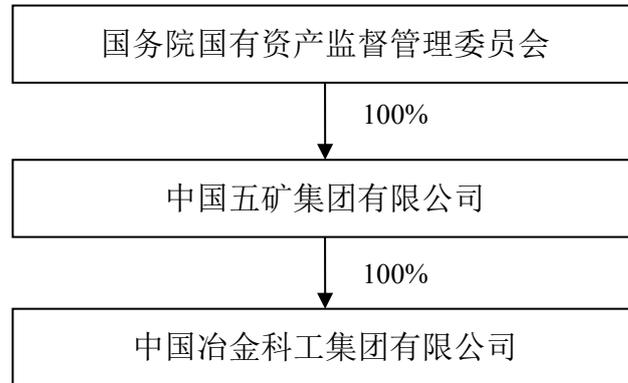
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 04 月 16 日

附一：中国冶金科工集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国冶金科工集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	4,667,374.14	4,489,260.48	4,700,009.58	3,957,307.80
应收账款净额	6,965,771.24	7,354,206.59	6,679,110.15	6,905,446.70
其他应收款	3,383,317.98	4,329,027.08	5,645,083.59	5,989,517.70
存货净额	12,387,159.29	11,830,629.56	12,461,964.97	13,463,886.20
长期投资	787,129.30	1,336,188.76	2,181,488.13	2,562,013.30
固定资产	3,308,841.50	3,071,876.90	2,903,380.21	2,984,287.50
在建工程	384,967.65	285,056.12	464,391.29	433,595.70
无形资产	1,543,105.56	1,559,786.15	1,621,567.58	1,543,253.40
总资产	38,820,451.73	42,084,975.65	44,603,856.00	46,559,687.90
其他应付款	1,754,602.00	2,492,463.08	2,399,718.32	2,559,152.00
短期债务	9,218,238.98	8,933,983.90	9,492,704.65	10,738,124.42
长期债务	3,169,281.98	3,055,741.86	3,266,783.77	3,090,671.48
总债务	12,387,520.96	11,989,725.76	12,759,488.42	13,828,795.91
净债务	7,720,146.82	7,500,465.28	8,059,478.84	9,871,488.11
总负债	30,646,576.91	32,760,813.62	34,316,316.87	35,309,014.80
费用化利息支出	392,071.54	357,166.66	494,140.07	369,232.25
资本化利息支出	2,752.27	1,578.70	158,638.86	82,220.86
所有者权益合计	8,173,874.82	9,324,162.03	10,287,539.13	11,250,673.10
营业总收入	22,483,334.89	25,132,242.27	28,872,523.43	22,798,190.00
经营性业务利润	1,023,123.34	1,077,962.20	1,250,843.01	1,012,999.40
投资收益	44,133.39	66,317.38	37,927.93	-4,489.70
净利润	558,067.66	539,275.71	585,558.82	494,778.60
EBIT	1,110,364.26	1,079,724.19	1,325,837.02	1,020,147.95
EBITDA	1,432,724.14	1,391,348.71	1,628,500.38	1,260,044.62
经营活动产生现金净流量	1,778,817.88	1,883,939.12	1,614,969.50	-1,085,901.80
投资活动产生现金净流量	-329,406.58	-1,932,490.93	-1,215,019.63	-497,050.90
筹资活动产生现金净流量	-506,233.29	-183,004.11	-640,405.21	852,084.80
资本支出	325,169.92	480,591.27	514,383.47	162,446.10
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	12.85	13.01	12.63	12.05
期间费用率(%)	6.79	7.92	7.53	6.93
EBITDA 利润率(%)	6.37	5.54	5.64	--
总资产收益率(%)	2.99	2.67	3.06	--
净资产收益率(%)	7.29	6.16	5.97	6.13*
流动比率(X)	1.16	1.13	1.13	1.13
速动比率(X)	0.70	0.72	0.72	0.70
存货周转率(X)	1.63	1.81	2.08	2.06*
应收账款周转率(X)	3.37	3.51	4.11	4.48*
资产负债率(%)	78.94	77.84	76.94	75.84
总资本化比率(%)	60.25	56.25	55.36	55.14
短期债务/总债务(%)	74.42	74.51	74.40	77.65
经营活动净现金流/总债务(X)	0.14	0.16	0.13	-0.10*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.19	0.21	0.17	-0.13*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.51	5.25	2.47	-2.41
经调整的经营净现金流/总债务(%)	8.14	9.84	5.49	-15.55*
总债务/EBITDA(X)	8.65	8.62	7.84	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.16	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.63	3.88	2.49	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.81	3.01	2.03	--

注：1、2019年三季度报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目的长期债务调整至长期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	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))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	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
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-期间费用+其他收益
	净资产收益率/净资产回报率	净利润/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入	
现金流	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	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
	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	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

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。