



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪218号

中国铁建股份有限公司：

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“中国铁建股份有限公司2016年永续期公司债券（第一期）”、“中国铁建股份有限公司2018年公开发行永续期公司债券（第一期）”、“中国铁建股份有限公司2018年公开发行永续期公司债券（第二期）”和“中国铁建股份有限公司2018年公开发行永续期公司债券（第三期）”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，评级展望为稳定；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
二零一九年五月二十二日

中国铁建股份有限公司 2016 年可续期公司债券（第一期）、 2018 年公开发行可续期公司债券（第一期、第二期、第三期） 跟踪评级报告（2019）

债券名称	中国铁建股份有限公司 2016 年可续期公司债券（第一期）		
债券简称	16 铁建 Y1（债券代码：136997）		
发行主体	中国铁建股份有限公司		
发行规模	人民币 80 亿元		
存续期限	3+X；起息日 2016/06/29		
上次评级时间	2018/05/21		
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	中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第一期）		
债券简称	18 铁建 Y1（债券代码：143502）		
发行主体	中国铁建股份有限公司		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	3+X；起息日 2018/03/19		
上次评级时间	2018/05/21		
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	中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第二期）		
债券简称	18 铁建 Y2（债券代码：143961）		
发行主体	中国铁建股份有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	3+X；起息日 2018/04/17		
上次评级时间	2018/05/21		
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

基本观点

2018 年，中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”或“公司”）业务资质水平进一步提升，行业地位保持领先。受益于传统主业的夯实与非工程承包业务的协同发展，公司项目储备保持增长，有力地支撑其经营业绩的稳步提升，同时较充足的现金储备对整体债务的偿还形成一定保障。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司海外业务面临经营风险、经营活动净现金流大幅减少和债务压力加大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铁建主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“中国铁建股份有限公司 2016 年可续期公司债券（第一期）”、“中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第一期）”、“中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第二期）”和“中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第三期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 业务资质提升，行业地位持续领先。2018 年公司新取得施工总承包特级资质 10 项，当年末累计拥有施工总承包特级资质数量达到 75 项，特级资质总数位居行业前列，并连续多年入选美国《工程新闻记录》（ENR）杂志“全球 250 家最大承包商”，2018 年排名第 3 位，行业地位持续领先。
- 项目储备保持充沛。2018 年及 2019 年第一季度公司新签合同总额分别为 15,844.72 亿元和 2,973.99 亿元，同比分别增长 5.05%和 6.27%，截至 2019 年 3 月末未完合同额合计达 28,219.30 亿元，同比增长 10.26%，充沛的项目储备对公司未来稳定经营形成有效支撑。
- 经营业绩稳步提升。2018 年公司继续夯实主业

债券名称	中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第三期）		
债券简称	18 铁建 Y3（债券代码：143978）		
发行主体	中国铁建股份有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	3+X；起息日 2018/05/31		
上次评级时间	2018/05/15		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

中国铁建	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	1,487.16	1,786.49	2,073.35	2,101.32
总资产（亿元）	7,593.45	8,218.87	9,176.71	9,405.23
总债务（亿元）	1,868.44	1,964.47	2,452.17	-
营业总收入（亿元）	6,293.27	6,809.81	7,301.23	1,570.89
营业毛利率（%）	9.21	9.24	9.78	9.98
EBITDA（亿元）	360.61	396.11	455.36	-
所有者权益收益率（%）	9.99	9.47	9.57	8.31
资产负债率（%）	80.42	78.26	77.41	77.66
总债务/EBITDA（X）	5.18	4.96	5.39	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.92	4.10	4.73	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司2019年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

发展，提升自身经营能力，并加快非工程承包产业发展，全年实现营业总收入 7,301.23 亿元，同比增长 7.22%，取得净利润 198.38 亿元，同比增长 17.25%。

- 现金储备较为充足。截至 2018 年末，公司货币资金为 1,438.02 亿元，同期短期债务规模为 1,373.54 亿元，较充裕的现金储备能够完全覆盖短期债务，并对总债务的偿还形成一定保障。

关注

- 海外业务经营风险。由于不同国家和地区政治体系、市场环境、经济环境、法律环境、风俗习惯及自然环境等存在明显差异，海外市场开拓形势复杂，政局不稳、社会动荡以及在外交和经济关系方面与我国发生摩擦或争端，都将给公司海外业务的稳定经营带来一定风险。
- 经营活动净现金流大幅减少。近年业务规模的扩大和经营性资金需求的上升使得公司经营活动产生的现金流量净额明显减少，2018 年为 54.48 亿元，同比下降 78.56%。
- 债务压力加大。随着业务承揽规模的扩大、经营性资金需求的增加，公司债务规模快速增长，截至 2018 年末总债务为 2,452.17 亿元，同比增长 24.83%，整体偿债压力有所加大。

分析师

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月22日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 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

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2016]1337号”批复核准，公司准向合格投资者公开发行面值总额不超过150亿元（含150亿元）的可续期公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券采取分期发行的方式，其中中国铁建股份有限公司2016年可续期公司债券（第一期）为首期发行，发行规模为人民币80亿元，债券基础期限为3年，票面利率为3.53%，简称“16铁建Y1”。16铁建Y1于2016年7月22日起在上交所挂牌交易，债券代码为“136997”。中国铁建股份有限公司2018年公开发行可续期公司债券（第一期）为第二期发行，发行规模为人民币30亿元，债券基础期限为3年，票面利率为5.56%，简称“18铁建Y1”。18铁建Y1于2018年4月2日起在上交所挂牌交易，债券代码为“143502”。中国铁建股份有限公司2018年公开发行可续期公司债券（第二期）为第三期发行，发行规模为人民币20亿元，债券基础期限为3年，票面利率为5.23%，简称“18铁建Y2”。18铁建Y2于2018年5月3日起在上交所挂牌交易，债券代码为“143961”。中国铁建股份有限公司2018年公开发行可续期公司债券（第三期）为第四期发行，发行规模20亿元，债券基础期限为3年，票面利率为5.30%，简称“18铁建Y3”。18铁建Y3于2018年6月15日起在上交所挂牌交易，债券代码为“143978”。上述债券募集资金使用情况及履行程序、募集资金专项账户运作情况严格按照债券募集说明书和《中国铁建股份有限公司募集资金管理办法》执行，债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金，截至2018年末已使用完毕。

重大事项说明

经国务院国有资产监督管理委员会批准，控股股东中国铁道建筑集团有限公司将其持有的公司62,465.8910万股A股股份无偿划转给北京诚通金控投资有限公司和国新投资有限公司，本次无偿划转已于2018年9月完成。本次无偿划转完成后，控股股东直接持有公司694,273.6590万股A股股份，占公司总股本的51.13%；北京诚通金控投资有

限公司持有公司31,232.9455万股A股股份，占公司总股本的2.30%；国新投资有限公司持有公司31,232.9455万股A股股份，占公司总股本的2.30%。公司控股股东和实际控制人未发生变化。

行业分析

2018年，我国铁路和公路建设投资规模仍维持相对稳定，未来在“保基建促投资”的发展基调及城镇化建设需求的支撑下，铁路及公路建设投资仍将保持较高水平，公司业务发展有望从中受益。

铁路是国家重要的交通基础设施，也是资源型和环境友好型的运输方式之一，加快铁路发展已经成为社会各方面的共识。同时，铁路是大众化的交通工具，在我国综合交通体系中处于骨干地位，铁路事业的发展亦对经济社会发展产生重大作用和深远影响。在未来相当长时期内，铁路仍是长距离、大规模的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输的主要手段。截至2018年末，全国铁路营业里程达到13.1万公里，同比增长3.1%，其中高铁营业里程2.9万公里以上。全国铁路路网密度136.0公里/万平方公里，增加3.7公里/万平方公里。当前我国经济转型升级、进入新常态的关键时期，铁路建设发展对稳增长、调结构、惠民生所具有的重要意义日益凸显。2017~2018年我国铁路完成固定资产投资分别为8,010亿元和8,028亿元，铁路投资维持相对稳定。铁路投资完成情况与经济环境关联性高，目前经济下行压力仍较大，但补短板叠加川藏铁路提速，2019年铁路投资有望维持在较高水平。

根据国家铁路局发布《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，“十三五”期间，铁路固定资产投资规模将达3.5~3.8万亿元，其中基本建设投资约3万亿元，建设新线3万公里。2016年7月20日，国家发改委向全国印发修编的《中长期铁路网规划》，总体目标为：到2020年铁路网规模达到15万公里，覆盖80%以上城市，到2025年进一步扩大铁路网络覆盖，铁路网规模达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里。

2018 年国家完成旅客发送量 33.75 亿人，同比增长 9.4%，旅客周转量 14,146.58 亿人公里，同比增长 5.1%；全国铁路完成货物总发送量 40.26 亿吨，同比增长 9.1%，货物总周转量 28,820.55 亿吨公里，同比增长 6.9%。目前，我国铁路完成的客运周转量与货物周转量已居世界第一位，持续增长的铁路负荷使得行业长期需求依然旺盛。中诚信证评认为，未来我国铁路建设投资将维持在较高的水平，以铁路建设为主的施工企业亦将从行业发展中受益。

2018 年，在国家防控地方债务、规范 PPP 宏观政策背景下，全国基础设施建设投资增速大幅下滑，受此影响，当年全国完成公路建设投资 21,335 亿元，同比增长 0.4%，增速较上年回落 17.8 个百分点。但随着“保基建促投资”发展基调的确立，基建增速有望修复，对公路建设投资仍将形成支撑。

图 1：全国公路固定资产投资及同比增速



资料来源：中华人民共和国交通运输部

公路总里程及公路密度持续增长。根据交通运输部《交通运输行业发展统计公报》，截至 2018 年末，全国公路总里程 484.65 万公里，同比增加 7.31 万公里。公路密度 50.48 公里/百平方公里，同比增加 0.76 公里/百平方公里。

图 2：2014~2018 年我国公路总里程及公路密度



资料来源：中华人民共和国交通运输部

此外，根据交通运输部、国家发改委发布的《国家公路网规划（2013-2030 年）》，预计 2030 年，我国高速公路里程将达到 13.6 万公里（含规划远期展望）。“十三五”期间，国家将加快推进由 7 条首都放射线、11 条北南纵线、18 条东西横线，以及地区环线、并行线和联络线等组成的国家高速公路网建设；提高长江经济带和京津冀地区高速公路网络密度和服务水平，推进高速公路繁忙拥堵路段扩容改造；新建改建高速公路通车里程约 3 万公里。

中诚信证评认为，由于全国铁路、公路发展尚未完全形成网络规模效应，近年国家对相关领域的路网建设作出重要的规划布局，同时，在“保基建促投资”发展基调的确立及加大基建补短板力度等政策的推动下，未来全国铁路及公路等基础设施建设仍将维持在较高水平，从而有力地支撑公司在基础设施建设领域的发展。

2018 年，PPP 项目的清理整顿致使其发展进程放缓，但得益于政府加大基础设施领域补短板力度以及为公共服务提质增效的重要举措，PPP 模式投资项目建设有望迎来良好的发展机遇，与此同时需关注相关企业面临的项目管理及资金管控压力。

全国 PPP 项目落地及开工情况持续向好，入库项目质量不断提升。截至 2019 年 2 月末，全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目数据库累计项目数 8,780 个、投资额 13.3 万亿元；累计落地项目数 4,920 个、投资额 7.5 万亿元，落地率 56.0%，比上年末提高 8.7 个百分点，落地项目环比净增 106 个、投资额 1,494 亿元；落地示范项目累计 905 个、投资额 2 万亿元，落地率 91.7%；其中累计已开工示范项目总数 543 个、投资额 1.1 万亿元，开工率 60.0%，比上年末提高 14.6 个百分点。

我国 PPP 模式地域发展不均衡，西部地区项目需求较大，而项目落地率则以东部地区较好。近年来，新疆和贵州等西部地区 PPP 发展较为迅速，而上海等东部地区则相对缓慢。此外，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 2019 年 2 月末，落地示范项目数累计前三位是山东（含青岛）、河南和云南，分别为 75 个、74 个及 73 个；投资额累计前三位是云南、河北、北京，分别为 2,819 亿元、2,092 亿元及 1,414 亿元。在行业方面，落地示范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 397 个、93 个和 86 个；投资额累计前三位是市政工程、交通运输和城镇综合开发，分别为 7,312 亿元、6,330 亿元及 2,236 亿元。

从社会资本合作方类型来看截至 2018 年末，866 个落地示范项目中包括 448 个独家社会资本项目和 418 个联合体项目。签约社会资本共 1,516 家，包括民营 598 家、港澳台 40 家、外商 17 家、国有 821 家，另有类型不易辨别的其他 40 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，出现了泛化滥用 PPP、超出财政承受能力上项目甚至借 PPP 名义变相举债等一些突出问题，增加了地方政府隐性债务风险隐患。在此背景下，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。示范项目的清库工作完成后，财政部于 2018 年 4 月出台了《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 号文，以下简称“54 号文”），对核查存在问题的 173 个示范项目分类处置，明确了 PPP 项目实施过程中的规范要求。随后，财政部开展大规模清理整顿行动，2018 年共清退不合规 PPP 项目 2,557 个，涉及投资额 3 万亿元。大规模清理整顿后，PPP 项目推进步伐明显放缓。

为稳定市场预期，提振市场信心，财政部于

2019 年 3 月发布了《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 号文，以下简称“10 号文”），采取正负面清单相结合的方式，细化了规范的 PPP 项目应具备的条件以及不规范的 PPP 项目的具体表现形式，并明确了财政支出责任占比超过 5% 地区不得新上政府付费项目和新签约项目不得从政府性基金预算安排运营补贴支出等规定。同时，在优化 PPP 发展环境方面，10 号文提出鼓励民资、外资参与，在中央财政专项转移支付资金和中国 PPP 基金投资中对民营企业参与项目给予优先支持；加大融资支持，引导保险资金、中国 PPP 基金加大股权投资力度，丰富社会资本进入和退出渠道等措施。在 PPP 清库造成项目参与方谨慎观望的背景下，10 号文的发布表明了中央将继续推进和支持 PPP 模式应用，同时也将不断通过细化 PPP 项目实施规范，保证 PPP 模式高质量发展。

PPP 模式下基础设施建设企业获得了发展机遇，但同时面临一定考验。由于 PPP 项目中政府扮演了多种角色，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，虽然我国陆续出台了一系列政策措施，但因 PPP 项目尚处于探索发展阶段，对口公共管理部门对项目推进中的各项问题可能缺乏妥善解决的经验，建设企业维权的成本依然很高。目前，在我国基础设施建设中，应用 PPP 模式虽已有先例，但项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确、融资成本高、运营回报率低和退出机制不明确等一系列问题。因此加快完善 PPP 模式相关政策法规，在 PPP 项目的全生命周期中如何明确区分和有效保障各参与方的合法权益是 PPP 模式高质量发展仍待解决的问题。

总体来看，PPP 模式将是未来地方政府加大基础设施领域补短板力度以及为公共服务提质增效的重要载体之一，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

作为特大型综合建设集团，公司业务涉及工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易及其他等。2018 年，公司深化区域经营改革、提升经营能力，并加大新兴产业市场的开发力度，经营规模总体保持稳中有升，全年营业收入 7,301.23 亿元，同比增长 7.22%，其中工程承包业务、物流与物资贸易及其他业务、房地产开发业务、勘察设计咨询业务和工业制造业务占营业收入（合并抵消前合计数）的比例分别为 82.5%、8.4%、4.8%、2.2%和 2.1%。

表 1：2018 年公司业务收入构成

单位：亿元、%			
业务	营业收入	占比	同比增减
工程承包业务	6,347.48	82.5	8.67
勘察设计咨询业务	167.06	2.2	14.91
工业制造业务	164.82	2.1	15.78
房地产开发业务	369.14	4.8	-13.32
物流与物资贸易及其他业务	646.07	8.4	9.19
抵消前合计	7,694.57	100.0	7.67
分部间抵消	-393.34	-	-
合计	7,301.23	-	7.22

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，受投融资市场政策调整及新增地方债务约束条件等影响，公司公路及轨道交通业务新签合同规模出现不同程度下滑，但主要得益于对市场形势的顺应、市政及房建市场经营力度的加大，公司工程承包业务新签合同总额实现稳步增长，基建领域业务发展整体向好。

工程承包业务是公司核心及传统业务，业务种类覆盖铁路、公路、城市轨道交通、水利水电、房屋建筑、市政、桥梁、隧道和机场码头建设等多个领域，经营业务遍及包括台湾省在内的中国 32 个省、自治区、直辖市以及香港和澳门特别行政区，并在非洲、亚洲、南美洲和欧洲等海外国家及地区参与基

础设施建设。随着国家积极实施“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、雄安新区和粤港澳大湾区建设，以及继续深入推进新型城镇化、乡村振兴战略、棚户区改造，加强中西部交通设施的改进，公司在基础设施建设领域继续保持稳健发展。

施工资质方面，2018 年，公司资质工作取得较大突破，新取得施工总承包特级资质 10 项，包括建筑工程施工总承包特级资质 1 项、公路工程施工总承包特级资质 8 项和市政公用工程施工总承包特级资质 1 项。截至当年末公司拥有施工总承包特级资质数量达到 75 项，特级资质总数处于全国建筑企业前列。公司连续多年入选美国《工程新闻记录》（ENR）杂志“全球 250 家最大承包商”，2018 年排名第 3 位；连续入选《财富》杂志“世界 500 强”，2018 年排名第 58 位；连续入选“中国企业 500 强”，2018 年排名第 14 位，行业地位保持领先。2018 年，在基建投资受宏观降杠杆、PPP 清库以及地方政府债务约束等影响增速大幅下滑背景下，公司工程承包业务仍实现平稳发展，全年新签合同额 13,523.55 亿元，同比增长 4.58%，占新签合同总额的 85.35%。未来随着基建投资的回暖以及公司继续加大对军民融合、乡村建设、综合管廊、海绵城市、绿色环保和污染治理等新兴市场的布局，公司工程承包业务仍有望实现稳步发展。

表 2：2018 年及 2019 年第一季度公司工程承包业务新签合同情况

单位：亿元、%				
	2018 年		2019.Q1	
	新签合同额	同比增减	新签合同额	同比增减
铁路	2,120.40	-1.50	346.49	27.32
公路	2,914.93	-26.74	696.95	10.25
城市轨道交通	1,042.41	-49.09	202.63	-54.81
房建	3,652.08	77.79	679.13	36.47
市政	2,692.30	36.57	368.41	-1.99
水利水电工程	488.87	101.96	43.49	-54.11
机场码头	109.80	12.48	141.37	1,678.49
其他	502.77	29.70	387.64	927.42
合计	13,523.55	4.58	2,515.86	6.30

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

铁路工程方面，公司是国内最大的两家铁路建设集团之一，始终保持行业领先地位。2018 年，公司中标新建蒙西至华中地区铁路煤运通道四电工程 MHSD-2 标段（中标价约 64.73 亿元）、三洋铁路三禹段（洛宁-伊川与汝阳交界）建设施工总承包项目（中标价约 53 亿元）及新建防城港至东兴铁路施工总承包招标 FDZQ 标段（中标价约 32.43 亿元）等大型铁路工程。当年公司铁路工程板块新签合同额 2,120.40 亿元，占工程承包板块新签合同额的 15.68%，同比下降 1.50%。2019 年 1~3 月公司铁路工程新签合同额 346.49 亿元，占工程承包板块新签合同额的 13.77%，同比增长 27.32%。在“保基建促投资”及基建补短板等政策推动下，2019 年我国铁路建设仍保有较大的投资需求，作为在国家铁路建设领域占有重要战略地位的大型企业，未来公司铁路工程业务承揽量仍较有保障。

公路工程方面，公司是国内最大的公路工程承包商之一，业务主要集中于高速公路和高等级公路的修建，且在兴建高难度的公路桥梁和隧道方面有较大优势。2018 年，由公司承建的中国高铁智能建造第一隧、北京市最大直径盾构隧道，全长 6.02 公里的京张高铁清华园隧道顺利贯通；全球首条特高压穿越长江隧道顺利贯通；拉林铁路第一座跨江大桥——贡嘎雅鲁藏布江特大桥铺架工程取得了阶段性的重大突破；作为中国重大桥隧工程建设的主力军，在港珠澳大桥的建设中，公司所属各单位先后参建了港珠澳大桥引桥工程、港珠澳大桥拱北隧道、港珠澳大桥主体工程交通工程，并承担了港珠澳大桥主体工程所需的几乎全部水泥和半数以上钢梁板和部分标段的监理任务。此外，2018 年公司先后承揽重庆巫溪至陕西镇坪高速公路（重庆段）项目（合同金额 99.10 亿元）、张掖至汶川国高（G0611）张掖至扁都口段公路工程政府和社会资本合作（PPP）项目（合同金额 58.73 亿元）及重庆大足至四川内江高速公路（重庆段）、重庆渝遂高速公路扩能（北碚至铜梁段）（合同金额 94.90 亿元）等重大工程项目，业务储备充足。但受投融资市场政策调整、承揽 PPP 模式的公路项目减少影响，当年公司公路工程新签合同额为 2,914.93 亿元，同

比下降 26.74%，占工程承包板块新签合同额的 21.55%。2019 年 1~3 月公司公路工程新签合同额为 696.95 亿元，占工程承包板块新签合同额的 27.70%，同比增长 10.25%。未来随着政府加大基础设施领域补短板力度，公司公路工程承揽业务有望获得发展契机。

城市轨道交通工程方面，2018 年公司以联合体形式中标广州市轨道交通十号线及同步实施工程总承包项目（公司及其下属公司负责的工程内容中标金额约 85.90 亿元）；以联合体形式中标杭州地铁 8 号线一期工程施工总承包项目，中标价约 49.31 亿元。此外，公司参建的重庆轨道交通环线东北半环工程开通试运行；参建的重庆轨道交通环线（东北半环）、四号线（一期）开通运营；参建的济南轨道交通 R1 线正式通车试运行。但在国家提高城市轨道交通建设审批门槛以及新增地方政府债务约束条件等背景下，公司国内城市轨道交通招标项目较上年同期有所减少，加之城市轨道交通海外订单亦较上年减少，致使该板块新签合同规模大幅下滑，2018 年城市轨道交通工程新签合同额 1,042.41 亿元，占工程承包板块新签合同额的 7.71%，同比下降 49.09%；2019 年 1~3 月城市轨道交通工程新签合同额同比下降 54.81%至 202.63 亿元，需持续关注该板块未来的业务发展及对整体经营可能产生的影响。

公司其他基建工程包括房建工程、市政工程、水利电力工程等方面，均呈现不同程度地增长。其中，鉴于国内市场新招标项目增加，以及国家对新型城镇化、棚户区改造工作深入推进，公司加大了市政及房建市场的经营力度，房建工程、市政工程新签合同额同比增幅较大。2018 年公司房建工程新签合同额 3,652.08 亿元，占工程承包板块新签合同额的 27.01%，同比增长 77.79%；当年市政工程新签合同额 2,692.30 亿元，占工程承包板块新签合同额的 19.91%，同比增长 36.57%。此外，2018 年公司水利电力工程新签合同额 488.87 亿元，占工程承包板块新签合同额的 3.61%，同比增长 101.96%，同比增幅较大主要系总体规模相对较小，项目承揽情况易出现波动；机场码头工程新签合同额 109.80 亿元，占工程承包板块新签合同额的 0.81%，同比

增长 12.48%。

公司工程承包业务主要采用施工合同合作模式和融资合同模式。近年公司大力推进从承包商、建造商向投资商、运营商转型，业务模式转型取得较好的成果。2018 年，公司新增投融资项目 101 个；新增高速公路运营项目 14 个，持有经营性公路累计 58 个、总里程达 5,740 公里；新增其他运营类城市轨道交通、综合管廊、地方铁路和停车场等项目

9 个，参与运营维管服务的铁路与城轨总里程达 10,000 公里；亚吉铁路、麦加轻轨等海外重大项目年度运营任务顺利完成。但资本运营项目具有投资规模大、建设周期长、涉及领域广、复杂程度高、工期和质量要求严等特点，项目运营相比于传统施工面临更大的风险，中诚信证评将对公司资本运营业务未来的发展情况保持关注。

表 3：截至 2018 年末公司融资合同模式主要项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	投资份额/ 持股比例	截至2018年末累 计投资额(万元)	项目进度
G0511 线德阳至都江堰段 BOT 项目	1,595,400	100%	435,373	项目进展正常，项目已完成总投资的 27.29%。
成都地铁 5 号线一二期工程投融资建设 BT 项目	1,719,899	100%	1,349,056	工程进展正常，项目已完成总投资的 78.44%。
成都地铁 6 号线投融资 BT 项目	1,766,031	100%	647,443	工程进展正常，项目已完成总投资的 36.66%。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2018 年，在投融资政策约束及市场形势变化等因素影响下，公司各领域工程承包业务发展态势不一，但整体仍实现稳健发展，未来需关注轨交业务及资本运营业务的发展情况。

受益于“一带一路”战略的稳步推进及海外市场的积极开拓，2018 年公司海外业务呈现较快发展，但同时需持续关注海外业务发展带来的潜在经营风险。

海外业务方面，公司响应国家鼓励大型建筑企业“走出去”的政策及“一带一路”的倡议，积极开拓海外市场。2018 年，公司先后签订尼日利亚拉各斯至卡诺铁路第 4 号补充实施协议（伊巴丹至卡杜纳段含支线从奥逊伯至阿杜-埃基蒂）、厄瓜多尔米拉多铜矿露天采矿与剥离工程和圣马丁货运铁路（帕尔米拉-鲁菲诺段）以及米特雷铁路（鲁菲诺-索尔蒂尼段和圣 特蕾莎-宪法镇段）改造项目设计、采购、建设和质量控制合同等海外铁路工程项目。当年公司实现海外业务新签合同额 1,302.19 亿元，占新签合同总额的 8.22%，同比增长 24.03%。截至当年末，公司海外业务未完工合同额为 5,117.49 亿元，占未完工合同总额的 18.89%，项目储备较充裕。公司海外业务的快速发展为全球经营布局的完善和资源配置的优化起到较好的引导作用，并为多元化的业务结构提供有效的支撑。但同时，当前全球经济

发展趋势不容乐观，国际贸易增速放缓，地缘政治风险上升。不同国家和地区由于政治体系、市场环境、经济环境、法律环境、风俗习惯及自然环境等存在明显差异，公司在海外市场开拓过程中面临的形势错综复杂。如果对进入国家和地区的主要风险识别分析不全面、不透彻，风险应对措施不得力，或者某些国家和地区政局不稳、社会动荡以及在外交和经济关系方面与我国发生摩擦或争端，都将给公司的海外业务带来一定风险，中诚信证评将持续对公司海外业务的稳定经营及其风险情况保持关注。

表 4：2018 年公司工程承包业务主要境外新签合同情况

项目名称	合同金额	签约日期	履行期限
尼日利亚拉各斯至卡诺铁路第 4 号补充实施协议（伊巴丹至卡杜纳段含支线从奥逊伯至阿杜-埃基蒂）	66.81 亿美元	2018.5.15	48 个月
厄瓜多尔米拉多铜矿露天采矿与剥离工程	9.20 亿美元	2018.6.28	自合同签订之日起至 2029 年 12 月 31 日
圣马丁货运铁路（帕尔米拉-鲁菲诺段）以及米特雷铁路（鲁菲诺-索尔蒂尼段和圣 特蕾莎-宪法镇段）改造项目设计、采购、建设和质量控制合同	10.89 亿美元	2018.11.29	60 个月

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2018 年，“一带一路”倡议的执行及海外市场的积极拓展有效推动了公司海外业务的发展，但同时需关注海外业务面临的地缘政治及贸易摩擦等风险。

2018 年，公司积极推进产业转型升级，加快非工程承包产业发展，勘察设计咨询、物流与物资贸易及房地产等业务发展态势良好，多元化的经营结构将有利于其业务的稳定发展，但同时需关注房地产行业政策变化对相关业务板块的影响。

2018 年，公司坚持“转产、转场、转商”工作思路，大力推进企业转型、产业升级，推动产融结合，培育新兴产业，进一步加快非工程承包产业发展。2018 年，公司非工程承包业务新签合同额 2,321.17 亿元，占新签合同总额的 14.65%，同比增长 7.90%。当年，公司非工程承包产业实现营业收入、利润总额分别为 1,347.09 亿元、142.45 亿元，同比增长 3.20%、30.76%，对整体业务结构的多元化形成重要贡献。

表 5：2018 年及 2019 年第一季度公司非工程承包业务新签合同情况

	2018 年		2019.Q1	
	新签合同额	同比增减	新签合同额	同比增减
勘察设计咨询	177.11	3.71	41.88	-26.68
工业制造	243.88	-14.05	58.12	13.47
物流与物资贸易	862.62	4.79	188.14	19.87
房地产	934.55	36.61	136.77	0.32
其他业务	103.01	-45.61	33.21	9.81
合计	2,321.17	7.90	458.13	6.08

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司勘察设计咨询业务主要由 4 家具有工程勘察设计综合甲级资质的大型勘察设计企业运营，业务领域以铁路和城市轨道交通为主要市场，以公路、市政、工业与民用建筑及水运等为多元发展。2018 年公司勘察设计咨询业务新签合同额为 177.11 亿元，同比增长 3.71%。2019 年一季度新签合同额同比下降 26.68%至 41.88 亿元。未来随着国内加大基础设施领域补短板力度、“一带一路”建设

为勘察设计企业“走出去”提供良好的机遇，公司该板块业务仍存在一定的发展潜力。

公司是集研发、制造、销售、服务为一体的国内领先、国际先进的材料和专业设备制造服务提供商。公司工业制造板块形成了以装备制造、材料生产、混凝土 PC 构件生产三大业务体系，主要业务包括制造大型养路机械、地下施工设备、轨道施工设备、混凝土施工设备、起重设备、桥梁施工设备、压实设备、混凝土制品、桥梁钢结构、道岔、弹条扣件、铁路电气化接触网导线和零部件等。2018 年公司大型养路机械主力产品国内市场占有率 80%以上，掘进机年产能达 200 台，占据 50%左右的国产市场份额，特别是隧道掘进机（TBM）国内市场占有率 85%以上，可为国内地下工程提供智能化施工整体解决方案和高端装备，多项成果填补国内空白；高铁道岔产品已广泛应用于全国高速铁路、干线铁路和城市轨道交通领域，占据国内三分之一市场份额。2018 年公司工业制造板块新签合同额为 243.88 亿元，同比下降 14.05%，2019 年 1~3 月新签合同额为 58.12 亿元，同比增长 13.47%，存在一定波动。

物流与物资贸易方面，公司是全国最大的铁路工程物流服务商和第二大铁路物资供应商，主营铁路运输、建设所需的钢轨及配件、油料和火工品，大型基建项目所需钢材和水泥等相关物资贸易，以及工程物流、仓储配送、现货贸易和国际贸易等业务。截至 2018 年末，公司拥有遍布全国各大重要城市和物流节点城市的 70 余个区域性经营网点、133 万平米的物流场地、4 万余延长米铁路专用线、32,550 立方米成品油储存能力，通过完善高效的物流信息化、区域化、市场化服务体系，提供供应链集成服务。2018 年，公司物流与物资贸易业务新签合同额为 862.62 亿元，同比增长 4.79%，2019 年 1~3 月新签合同额为 188.14 亿元，同比增长 13.47%，总体呈增长态势。“十三五”期间，公司将积极把握国家深化供给侧结构性改革以及“京津冀协同发展”、“粤港澳大湾区”和“长江经济带”建设等机遇，积极参与军民融合及国家重大项目，进一步发展物资物流板块业务，实现整体业务的协同发展。

房地产业务方面，公司是经国资委批准的可经营房地产业务的央企之一。2018 年，公司积极完善房地产项目区域布局，加大在北京、上海、广州、天津和重庆等房地产市场发展前景较好的一、二线城市业务拓展力度，同时发挥区域经营优势，整合全系统资源，积极拓宽土地获取渠道，并与行业优秀企业广泛开展合作，实现各方优势的有效发挥。截至 2018 年末，公司在北京、上海、广州、重庆、天津和武汉等 30 个城市共获取 45 宗土地，规划总建筑面积约 986.93 万平方米，当年末已在 65 个国内城市进行了 235 个项目的开发建设，建设用地总面积约 2,139 万平方米，规划总建筑面积约 6,988 万平方米，已形成以一、二线城市为重点，部分发展潜力较好的三、四线城市为补充的梯次布局。2018 年公司完成房地产开发投资 523.79 亿元，其中环渤海区域完成投资 177.80 亿元、长三角区域完成投资 129.61 亿元，投资占比分别为 33.94% 和 24.75%。得益于积极抢抓市场客户、加快项目去化，当年公司房地产开发业务新签合同额为 934.55 亿元，同比增长 36.61%，销售面积 664.10 万平米，同比增长 28.38%。2019 年，全国房地产行业以稳地价、稳房价、稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展，以平稳为主的政策面将为公司房地产开发业务提供良好的外部环境，但中诚信证评仍将持续关注未来房地产行业政策的变化对公司该业务板块经营产生的影响。

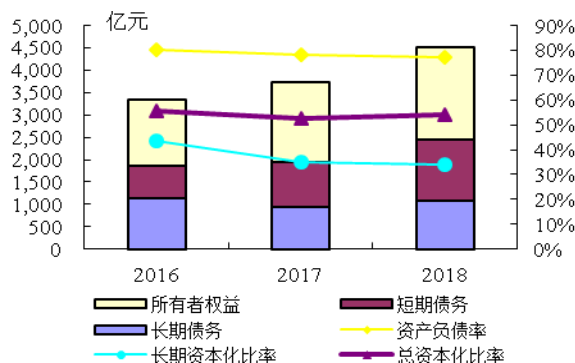
总体来看，公司依托工程承包主业，不断加强产业结构调整力度，积极推进产业多元化发展，非工程承包业务整体发展态势良好，为公司业务的稳定经营和持续发展提供有力支撑。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告、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 2017~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 3：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

随着各项业务的不断发展，2018 年公司资产、负债规模均保持稳步增长。截至 2018 年末，公司资产总额为 9,176.71 亿元，同比增长 11.65%，同期末负债总额 7,103.36 亿元，同比增长 10.43%。主要得益于 2018 年可续期公司债券¹的成功发行及经营积累，公司净资产规模稳步增长，同期末所有者权益为 2,073.35 亿元，同比增长 16.06%。2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 77.41% 和 54.19%，分别较上年降低 0.86 个百分点和提高 1.81 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额、负债总额和所有者权益分别为 9,405.23 亿元、7,303.91 亿元和 2,101.32 亿元，当期末资产负债率为 77.66%。公司 2018 年公司财务杠杆比率与国内同行业主要上市公司相比仍处于较高水平。

表 6：2018 年国内同行业主要上市公司资本结构指标

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率(%)
中国建筑	18,618.40	76.94
中国交建	9,604.76	75.05
中国中铁	9,426.76	76.43
中国铁建	9,176.71	77.41
中国中冶	4,389.16	76.61

数据来源：公开资料收集，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2018 年末流动资产为 6,502.77 亿元，占总资产的比重为 70.86%，主要包括货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款、存货和合同资产，年末规模分别为 1,438.02 亿元、1,091.63 亿元、634.74 亿元、

¹ 公司将 69.93 亿元可续期公司债券计入“其他权益工具”核算，若将以上 69.93 亿元纳入负债考虑，截至 2018 年末，公司资产负债率为 77.23%。

1,598.91 亿元和 1,239.38 亿元，占流动资产的比重分别为 22.11%、16.79%、9.76%、24.59%和 19.06%。其中，货币资金中受限部分为 110.63 亿元，主要为各类保证金和财务公司存放中央银行法定准备金，整体流动性较好；应收票据及应收账款中，应收票据包括商业承兑汇票 76.36 亿元和银行承兑汇票 21.44 亿元，应收账款主要为按有关交易合同指定的条款结算工程承包业务收入形成，其中账龄 1 年以内的应收账款占比为 77.29%，1~2 年的占比 13.05%，账龄结构较优，当年计提的信用损失准备/坏账准备 7.35 亿元，年末信用损失准备/坏账准备余额 47.06 亿元，坏账计提较充分；其他应收款主要包括保证金、押金、合作开发款和代垫代付款等，随着房地产业务新签合同额的增长，公司房地产项目应收合作开发款相应增加，当年末前五名其他应收款客户合计金额为 140.25 亿元，占其他应收款的 20.84%，年末已累计计提信用损失准备/坏账准备 38.29 亿元；根据财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（以下简称“财会[2018]15 号文”），公司自 2018 年起执行新金融准则和新收入准则，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，截至 2018 年末公司存货账面价值为 1,598.91 亿元，主要为开发成本和库存商品，累计计提跌价准备 17.84 亿元。同期末，合同资产账面价值为 1,239.38 亿元，主要为公司根据履约进度确认的收入金额超过已办理结算价款的部分，累计计提信用损失准备 52.69 亿元。随着国家对房地产政策的持续调控，公司房地产开发业务发展尚存在不确定性，存货或仍将面临一定跌价风险。另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产中货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款、存货和合同资产分别为 1,115.07 亿元、1,047.42 亿元、729.05 亿元、1,762.44 亿元和 1,427.80 亿元。

截至 2018 年末，公司非流动资产合计 2,673.93 亿元，占总资产的比重为 29.14%，主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产构成，规模分别为 544.42 亿元、289.79 亿元、503.00 亿元和 506.67 亿元。其中，长期应收款主要为应收长期工程款及一级土地开发应收款，主要因工程项目质保

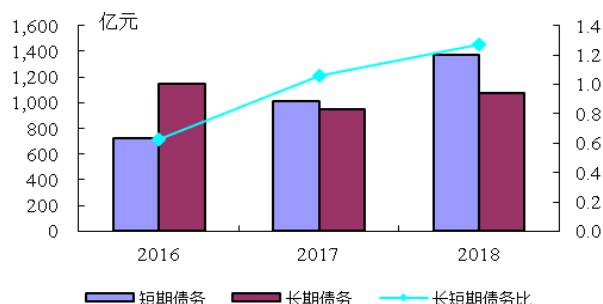
金增加，年末长期应收款同比增长 33.89%；长期股权投资系对合营、联营企业的投资，2018 年投资范围的扩大以及对部分合营、联营企业追加投资，使得长期股权投资同比增长 62.17%；固定资产以房屋及建筑物和机器设备为主，另包括少量运输设备和其他设备；无形资产包括土地使用权、特许经营权和采矿权等，特许经营权的增加使得年末无形资产同比增长 26.18%。另截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产中长期应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产分别为 556.67 亿元、312.30 亿元、484.79 亿元和 525.09 亿元。

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，截至 2018 年末，公司流动负债为 5,973.42 亿元，占负债总额的 84.09%，主要由短期借款、应付票据及应付账款、合同负债和其他应付款构成，占流动负债的比重分别为 10.34%、56.03%、14.95%和 9.28%。其中，短期借款中信用借款占比 92.00%，其余主要为保证借款，随着短期资金周转需求增大，年末短期借款同比增长 109.43%至 617.81 亿元；应付票据包括商业承兑汇票 86.97 亿元和银行承兑汇票 423.39 亿元；应付账款主要为工程款和材料款，同比增长 0.56%；根据新会计准则要求，公司将原预收款项作为合同负债列报，当年末合同负债为 892.77 亿元，主要包括预收工程款 442.50 亿元、预收售楼款 391.49 亿元和预收材料款 48.62 亿元；其他应付款主要由保证金及押金和应付代垫款等构成，同比增长 11.31%。公司非流动负债为 1,129.93 亿元，占负债总额的比重为 15.91%，主要由长期借款和应付债券构成，规模分别为 698.40 亿元和 374.58 亿元。其中，公司长期借款主要包括质押借款（以账面价值人民币 414.55 亿元的特许经营权作为质押物）、保证借款和信用借款，2018 年末长期借款同比增长 18.72%；应付债券主要为公司早年发行而尚未到期的公司债券、中期票据以及多只非公开定向债务融资工具。另截至 2019 年 3 月末，公司流动负债中短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和合同负债分别为 733.16 亿元、3,196.72 亿元、527.11 亿元和 1,076.04 亿元，非流动负债中长期借款和应付债券分别为 592.25 亿元和 402.37

亿元。

债务期限结构方面,2018年末,公司总债务规模为2,452.17亿元,同比增长24.83%。随着业务承揽规模的扩大、经营性资金需求的增加,公司债务规模快速增长,其中当年短期借款的大幅增加致使短期债务同比增长35.84%至1,373.54亿元,长期债务同比增长13.14%至1,078.63亿元,整体偿债压力有所加大,年末长短期债务比(短期债务/长期债务)为1.27倍。

图4: 2016~2018年公司债务结构分析



资料来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

总体来看,公司自有资本实力不断夯实,但随着业务规模的扩大,2018年公司资产和负债规模均保持增长,债务规模有所攀升,财务杠杆比率较高,中诚信证评对公司资本结构状况保持关注。

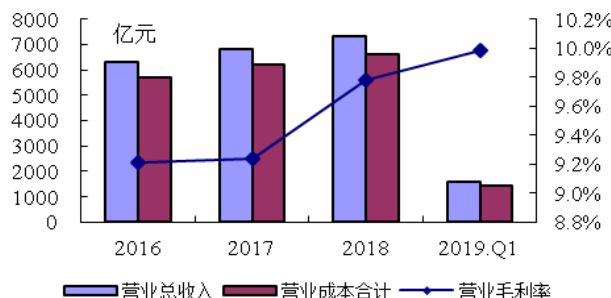
盈利能力

2018年,受益于自身经营能力的提升及新兴产业市场的积极布点,公司项目承揽量稳步提升,收入规模实现稳中有升,全年营业总收入7,301.23亿元,同比增长7.22%,截至当年末在手未完工合同额为27,087.00亿元,同比增长13.02%,项目储备充裕。其中,2018年工程承包业务实现收入6,347.48亿元,同比增长8.67%,占营业总收入(合并抵消前)的82.5%,是公司最主要的收入来源。公司物流与物资贸易及其他、房地产开发、勘察设计咨询和工业制造业务与工程承包业务具有较高的相关性,相关板块发展与工程承包业务的发展密切相关,2018年分别实现业务收入646.07亿元、369.14亿元、167.06亿元和164.82亿元,除房地产开发业务收入同比下降13.32%以外,其他三类业务收入分别同比增长9.19%、14.91%和15.78%。未来一段时间内,公司业务开展仍将以工程总承包业务为核

心,依托于充足的项目储备,未来收入规模将保持稳定增长趋势。

毛利率方面,2018年公司营业毛利率为9.78%,同比提高0.54个百分点,公司工程承包业务在收入总额中所占比例较大且呈现小幅上升趋势,该业务较低的获利能力拉低了公司综合毛利率水平,且与国内同行业主要上市公司相比处于较低水平。分板块来看,2018年公司工程承包业务毛利率为7.27%,同比提高0.40个百分点;物流与物资贸易及其他业务毛利率为11.48%,同比提高0.44个百分点,表现较为稳定;主要受当年高收益项目结转占比较高的影响,房地产开发业务毛利率较上年上升5.65个百分点至24.60%;工业制造业务毛利率为25.97%,基本保持稳定;2018年勘察设计咨询业务毛利率水平稳步提高1.22个百分点至34.12%。2019年1~3月,公司实现营业总收入1,570.89亿元,同比增长19.32%,营业毛利率为9.98%,基本较上年同期持平。

图5: 2016~2019.Q1公司收入成本情况分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表7: 2018年公司各板块毛利率情况

单位: %、百分点

业务	2018	
	毛利率	同比增减
工程承包	7.27	0.40
物流与物资贸易及其他	11.48	0.44
房地产开发	24.60	5.65
工业制造	25.97	0.05
勘察设计咨询	34.12	1.22
综合毛利率	9.78	0.54

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 8：2018 年国内同行业主要上市公司的经营状况

公司名称	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
中国建筑	11,993.25	716.65	11.89
中国中铁	4,908.72	251.77	13.49
中国铁建	7,301.23	253.22	9.78
中国交建	7,377.14	226.96	9.90
中国中冶	2,895.35	98.32	12.58

数据来源：公开资料收集，中诚信证评整理

期间费用方面，公司管理费用在期间费用中占有绝对比例，这符合工程施工类企业因业务分散而导致管理成本支出较大的行业特征。主要受管理人员薪酬增加的影响，2018 年管理费用为 172.36 亿元，同比增长 10.06%；根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，当年研发费用为 115.72 亿元，同比增长 11.29%；随着公司进一步强化销售管理，压减销售费用开支，销售费用为 44.31 亿元，同比降低 2.20%；由于对外借款增加、利息支出增多，以及积极拓展融资渠道、盘活资产渠道引致的银行手续费及其他费用增加，当年财务费用为 55.38 亿元，同比增长 92.56%。2018 年公司期间费用合计 387.76 亿元，同比增长 15.87%，期间费用率为 5.31%，同比提高 0.40 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 92.52 亿元，期间费用率为 5.89%。整体看，公司期间费用率呈上升趋势，期间费用控制能力有待提升。

表 9：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	41.78	45.31	44.31	10.22
管理费用	240.90	156.60	172.36	42.66
研发费用	-	103.98	115.72	27.45
财务费用	27.32	28.76	55.38	12.19
期间费用合计	309.99	334.65	387.76	92.52
营业总收入	6,293.27	6,809.81	7,301.23	1,570.89
期间费用率	4.93%	4.91%	5.31%	5.89%

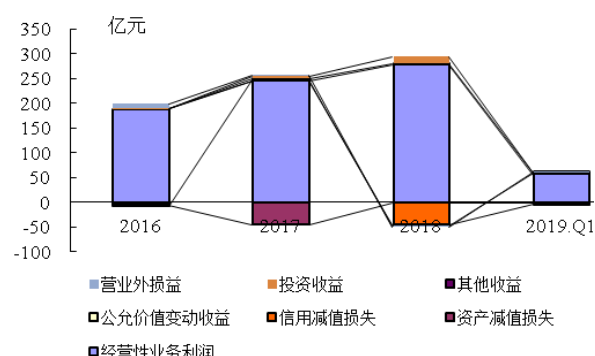
注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，2017 年度数据已重述，之前年度未重述。

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司利润总额主要为经营性业务利润，受益于整体业务的良好发展及产业

转型的持续推进，经营获利规模逐年扩大，当年经营性业务利润为 278.29 亿元，同比增长 13.56%。根据财会[2018]15 号文，公司将金融资产计提的减值准备由资产减值损失项目调整至新增的信用减值损失项目，2018 年公司信用减值损失为 42.93 亿元（主要为应收款项及合同资产减值损失 41.33 亿元），一定程度上影响公司盈利水平。此外，得益于权益法下取得的长期股权投资收益的增加，当年公司实现投资收益 14.01 亿元，同比增长 315.77%，对整体盈利形成一定助益。2018 年，公司利润总额为 251.05 亿元，同比增长 18.11%，全年实现净利润 198.38 亿元，同比增长 17.25%，所有者权益收益率为 9.57%，同比提高 0.10 个百分点，盈利水平稳步提升，整体经营效益较好。

图 6：2016~2019.Q1 利润总额构成



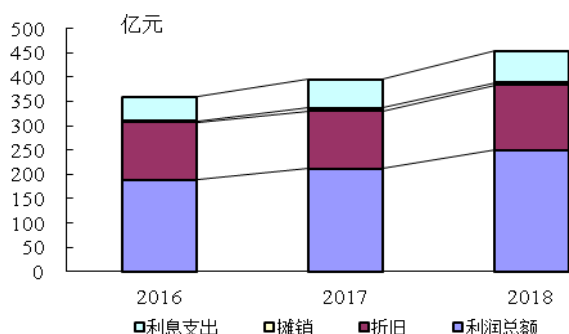
资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司聚焦核心主业、协调多元化业务发展，收入及经营获利规模稳步增长，尽管以应收款项及合同资产减值损失为主的信用减值损失对利润总额造成一定侵蚀，但整体仍实现较好的经营效益。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2018 年，随着利润总额的大幅增长，公司 EBITDA 同比增长 14.96%至 455.36 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2018 年公司总债务/EBITDA 为 5.39 倍，同比增长 0.43 倍，EBITDA 利息保障倍数为 4.73 倍，同比增长 0.63 倍，EBITDA 对债务利息的保障程度有所提升。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年受业务规模逐年扩大和经营性资金需求大幅上升的影响，公司经营活动净现金流规模呈下降趋势，2018 年为 54.48 亿元，同比下降 78.56%；2019 年 1~3 月经营活动净现金流为-396.31 亿元，上年同期为-406.64 亿元。2018 年公司经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出的比率分别为 0.02 倍和 0.57 倍，上述指标同比分别降低 0.11 倍和 2.06 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力有所减弱。公司投资策略较为稳健，随着收入规模的扩大，货币资金一直保持在很高水平，截至 2018 年末货币资金为 1,438.02 亿元，能够完全覆盖短期债务，亦对总债务的偿还形成一定保障。

表 10：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	1,868.44	1,964.47	2,452.17	-
EBITDA (亿元)	360.61	396.11	455.36	-
资产负债率 (%)	80.42	78.26	77.41	77.66
总资本化比率 (%)	55.68	52.37	54.16	-
经营活动净现金流 (亿元)	371.38	254.04	54.48	-396.31
EBITDA 利息倍数 (X)	3.92	4.10	4.73	-
总债务/EBITDA (X)	5.18	4.96	5.39	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.20	0.13	0.02	-
经营净现金流/利息支出 (X)	4.04	2.63	0.57	-

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司共有银行授信额度 11,873.70 亿元，已使用银行授信 4,654.92 亿元，尚存在 7,218.79 亿元授信额度未使用，备用流动性充足；同时，公司作为 A 股和 H 股上市公司，具有权益融资能力；此外，公司债

券融资渠道顺畅，已发行多期公司债券、中期票据和多只非公开定向债务融资工具，极强的综合融资能力为其债务偿还提供有力保障。

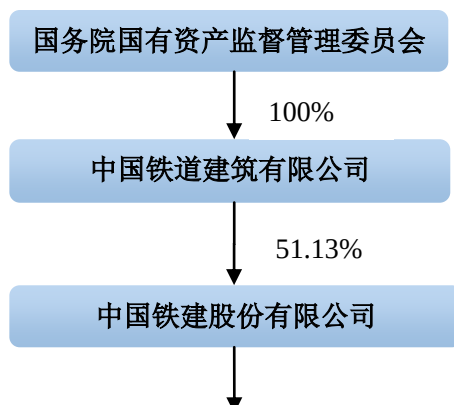
对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保总额 16.49 亿元，被担保方为川铁（泸州）铁路有限责任公司（1.18 亿元）、联营企业中铁建铜冠投资有限公司（13.26 亿元）、中铁建山东京沪高速公路济乐有限公司（1.95 亿元）和成都城投城建科技有限公司（0.11 亿元）。目前，公司被担保单位经营状况正常，整体代偿风险较小。

总体来看，公司作为国内建筑施工行业内的龙头企业，在铁路和公路等工程承包领域不断提高自身经营能力，夯实传统主业发展，并积极涉足新兴领域的工程承包业务以及拓展非工程承包等多元化业务，发挥整体协同效应，带动营收及盈利规模同步上升，同时鉴于公司外部融资渠道顺畅，极强的综合融资能力可为公司业务开展提供支持，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评维持中国铁建主体信用等级为 AAA，信用评级展望为稳定，维持“中国铁建股份有限公司 2016 年永续期公司债券（第一期）”、“中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行永续期公司债券（第一期）”、“中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行永续期公司债券（第二期）”和“中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行永续期公司债券（第三期）”信用等级为 AAA。

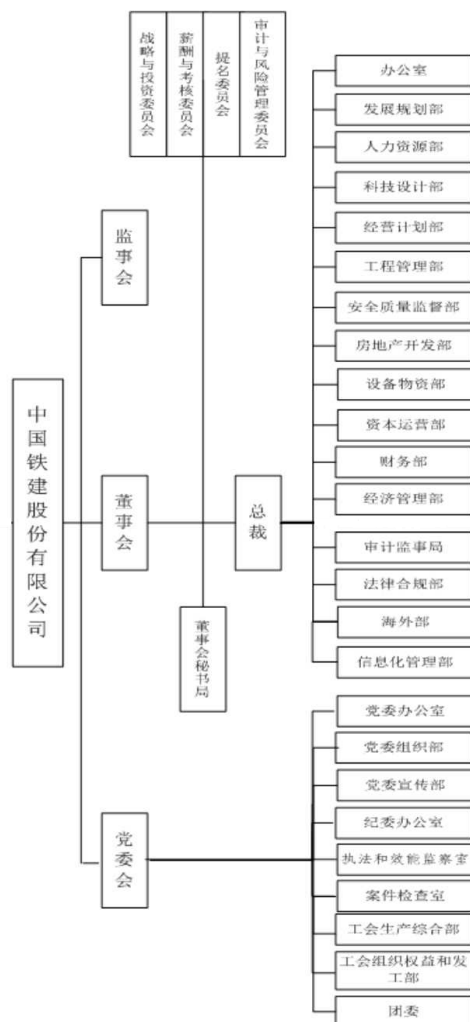
附一：中国铁建股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



序号	企业名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	主营业务
1	中国土木工程集团有限公司	100	300,000	建筑施工
2	中铁十一局集团有限公司	100	503,000	建筑施工
3	中铁十二局集团有限公司	100	506,068	建筑施工
4	中国铁建大桥工程局集团有限公司	100	300,000	建筑施工
5	中铁十四局集团有限公司	100	311,000	建筑施工
6	中铁十五局集团有限公司	100	300,000	建筑施工
7	中铁十六局集团有限公司	100	300,000	建筑施工
8	中铁十七局集团有限公司	100	300,372	建筑施工
9	中铁十八局集团有限公司	100	300,000	建筑施工
10	中铁十九局集团有限公司	100	508,000	建筑施工
11	中铁二十局集团有限公司	100	313,000	建筑施工
12	中铁二十一局集团有限公司	100	188,000	建筑施工
13	中铁二十二局集团有限公司	100	200,000	建筑施工
14	中铁二十三局集团有限公司	100	200,000	建筑施工
15	中铁二十四局集团有限公司	100	200,000	建筑施工
16	中铁二十五局集团有限公司	100	200,000	建筑施工
17	中铁第一勘察设计院集团有限公司	100	20,000	勘察设计
18	中铁第四勘察设计院集团有限公司	100	100,000	勘察设计
19	中铁建设集团有限公司	100	300,000	建筑施工
20	中国铁建电气化局集团有限公司	100	71,000	建筑施工
21	中铁物资集团有限公司	100	300,000	物资采购销售
22	中国铁建高新装备股份有限公司	63.7	151,988	工业制造
23	中国铁建房地产集团有限公司	100	700,000	房地产开发、经营
24	中国铁建重工集团有限公司	100	385,554	工业制造
25	中国铁建投资集团有限公司	100	1,200,000	项目投资
26	中国铁建财务有限公司	94	900,000	财务代理业务
27	中国铁建国际集团有限公司	100	300,000	建筑施工
28	中铁建资产管理有限公司	100	300,000	资产管理
29	中铁城建集团有限公司	100	200,000	建筑施工
30	中铁建昆仑投资集团有限公司	100	500,000	项目投资
31	中铁建重庆投资集团有限公司	100	300,000	项目投资

资料来源：公司提供

附二：中国铁建股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：中国铁建股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	12,870,199.40	14,120,618.50	14,380,159.80	11,150,713.50
应收账款净额	13,342,760.90	14,650,389.10	9,938,230.50	9,651,346.30
存货净额	26,578,067.20	26,660,415.80	15,989,136.80	17,624,437.20
合同资产	-	-	12,393,815.10	14,277,972.00
流动资产	61,130,031.20	65,289,811.90	65,027,735.00	66,219,460.50
长期投资	1,449,129.60	2,625,186.70	3,812,653.60	4,162,581.70
固定资产合计	4,857,503.90	5,349,217.30	6,037,306.10	5,829,238.20
总资产	75,934,503.40	82,188,745.90	91,767,058.20	94,052,347.60
短期债务	7,202,247.10	10,111,187.50	13,735,445.80	11,175,765.50
长期债务	11,482,104.30	9,533,523.30	10,786,266.30	9,946,241.00
总债务（短期债务+长期债务）	18,684,351.40	19,644,710.80	24,521,712.10	21,122,006.50
总负债	61,062,904.80	64,323,861.40	71,033,572.70	73,039,118.10
所有者权益（含少数股东权益）	14,871,598.60	17,864,884.50	20,733,485.50	21,013,229.50
营业总收入	62,932,709.00	68,098,112.70	73,012,304.50	15,708,928.70
期间费用前利润	4,980,535.00	5,797,125.80	6,660,589.90	1,489,613.30
投资收益	14,752.40	33,700.40	140,116.00	4,075.10
净利润	1,485,083.10	1,691,919.00	1,983,840.80	436,698.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	3,606,111.20	3,961,116.20	4,553,608.20	723,277.20
经营活动产生现金净流量	3,713,757.90	2,540,417.80	544,786.10	-3,963,050.30
投资活动产生现金净流量	-2,627,260.30	-3,668,765.00	-4,924,422.60	-754,090.40
筹资活动产生现金净流量	-211,126.30	2,377,531.60	4,391,197.70	1,696,480.80
现金及现金等价物净增加额	906,346.90	1,185,869.80	69,499.70	-3,023,692.20
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	9.21	9.24	9.78	9.98
所有者权益收益率（%）	9.99	9.47	9.57	8.31*
EBITDA/营业总收入（%）	5.73	5.82	6.24	-
速动比率（X）	0.70	0.71	0.61	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	0.13	0.02	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.52	0.25	0.04	-
经营活动净现金/利息支出（X）	4.04	2.63	0.57	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.92	4.10	4.73	-
总债务/EBITDA（X）	5.18	4.96	5.39	-
资产负债率（%）	80.42	78.26	77.41	77.66
总资本化比率（%）	55.68	52.37	54.19	-
长期资本化比率（%）	43.57	34.80	34.22	-

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2.2019.Q1财务指标中带“*”的为年化指标；3.公司2016年末和2017年末其他流动负债中包含有息债务短期融资券，中诚信证评将其调整至短期借款，2016~2018年末长期应付款中包含有息债务应付融资租赁款，中诚信证评将其调整至长期借款。

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

期间费用收入比=（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。