

中国铁建股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行永续期公司 债券（第一期、第二期、第三期）跟踪评级报告（2020）

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 04 月 26 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。

■ 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]跟踪 0150 号

中国铁建股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 铁建 Y1”、“19 铁建 Y2”、“19 铁建 Y3”、“19 铁建 Y4”、“19 铁建 Y5”、“19 铁建 Y6” 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

二零二零年四月二十六日

评级观点：中诚信国际维持中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 铁建 Y1”、“19 铁建 Y2”、“19 铁建 Y3”、“19 铁建 Y4”、“19 铁建 Y5”、“19 铁建 Y6”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了稳增长措施的逐步落地为基建行业发展提供较好的政策支持，公司业务资质进一步齐备、新签合同额稳步提升，营业总收入稳步增长、经营活动净现金流大幅改善，以及畅通的融资渠道等优势对其整体信用实力提供了良好支持。同时，中诚信国际也关注到海外业务或将存在经营风险以及总债务快速上升等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

中国铁建（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	8,218.87	9,176.71	10,812.39
所有者权益合计（亿元）	1,786.49	2,073.35	2,620.22
总负债（亿元）	6,432.39	7,103.36	8,192.18
总债务（亿元）	1,956.17	2,446.53	2,611.03
营业总收入（亿元）	6,809.81	7,301.23	8,304.52
净利润（亿元）	169.19	198.38	226.24
EBIT（亿元）	271.91	317.16	347.20
EBITDA（亿元）	396.11	455.36	524.90
经营活动净现金流（亿元）	254.04	54.48	400.06
营业毛利率（%）	9.24	9.78	9.64
总资产收益率（%）	3.44	3.65	3.47
资产负债率（%）	78.26	77.41	75.77
总资本化比率（%）	52.27	54.13	49.91
总债务/EBITDA（X）	4.94	5.37	4.97
EBITDA 利息倍数（X）	4.10	4.73	4.72

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告财务报表整理。

正 面

■ 稳增长措施的逐步落地为基建行业发展提供较好的政策支持。

2019 年以来，改善专项债配套融资、降低基建项目资本金比例等一系列政策的推出为基建稳增长提供重要动能，基建施工企业有望从中受益。

■ **业务资质进一步齐备，新签合同额稳步提升。**公司资质拓展进一步取得突破，在相关领域的项目承揽能力进一步强化。2019 年公司新签合同额 20,068.54 亿元，同比增长 26.66%，截至年末在手合同金额为 32,736.37 亿元，极强的承揽能力对其未来业绩和收入的稳定性构成了重要支撑。

同行业比较

2019 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	17,455.82	8,304.52	9.64	49.91	5.10	199
中国交建	9,626.83	5,547.92	8.07	56.47	6.79	166
中国中冶	7,506.47	3,386.38	6.90	49.92	7.09	231

注：“中国交建”为“中国交通建设股份有限公司”简称；“中国中冶”为“中国冶金科工股份有限公司”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

本次跟踪债券情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
19 铁建 Y1	AAA	AAA	35.00	2019/10/29~2022/10/29（3+N）
19 铁建 Y2	AAA	AAA	5.00	2019/10/29~2024/10/29（5+N）
19 铁建 Y3	AAA	AAA	35.00	2019/11/18~2022/11/18（3+N）
19 铁建 Y4	AAA	AAA	15.00	2019/11/18~2024/11/18（5+N）
19 铁建 Y5	AAA	AAA	20.00	2019/12/17~2022/12/17（3+N）
19 铁建 Y6	AAA	AAA	10.00	2019/12/17~2024/12/17（5+N）

■ **营业总收入稳步提升，经营活动净现金流大幅改善。**随着业务持续良好发展，2019 年公司营业总收入进一步增至 8,304.52 亿元。此外，受益于国家补短板政策落地，业主资金较为宽松，当期回款情况较优，公司经营活动净现金流大幅改善。

■ **融资渠道保持畅通。**公司为 A 股及 H 股上市公司，并成功发行多种债务融资工具，融资渠道畅通；此外，公司与银行保持了良好的合作关系，截至 2019 年末，公司未使用授信额度为 8,612.68 亿元，财务弹性极强。

关 注

■ **海外业务或将存在经营风险。**公司海外业务保持一定规模，截至 2019 年末境外在建项目 594 个，在手合同额总计约 6,936.52 亿元，其可能面临一定的政治、法律、汇率、政策波动等风险，对公司项目管理提出更高要求。

■ **总债务规模上升较快。**随着生产经营的扩大，公司债务规模快速上升，2019 年末增至 2,611.03 亿元。此外，公司不断发展融资合同模式业务和房地产业务，随着项目的推进，未来或将面临资本支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，中国铁建股份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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金用途

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2018]1919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200亿元（含200亿元）的可续期公司债券。中国铁建股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）为第一期发行，其中品种一债券简称“19铁建Y1”，发行规模为35亿元；品种二债券简称“19铁建Y2”，发行规模为5亿元。2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第二期）为第二期发行，其中品种一债券简称“19铁建Y3”，发行规模为35亿元；品种二债券简称“19铁建Y4”，发行规模为15亿元。2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第三期）为第三期发行，其中品种一债券简称“19铁建Y5”，发行规模为20亿元；品种二债券简称“19铁建Y6”，发行规模为10亿元。截至2019年末，上述债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金，均已使用完毕。

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。

近期关注

改善专项债配套融资、降低基建项目资本金比例等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

2018年以来，国内基建投资受到地方政府债务控制、宏观去杠杆、PPP项目审查趋严等因素影响，增速大幅下降至3.8%。2019年，在基建补短板的支撑下，基建投资增速逐步企稳，但“稳增长”效果仍显不足。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2019年下半年以来国家陆续出台相关鼓励政策。6月，中共中央、国务院印发《关于做好地方政府专项债

券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；9月，国务院常务会议提出要提前下达2020年部分专项债额度，确保年初即可使用见效，并强调专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域；同月，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，制定了我国交通建设三个阶段的目标；11月，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由25%调整为20%，公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，资本金比例最多可下调5个百分点；同月，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，短期内铁路、公路、城市轨道交通、市政管网、水利环保等基建投资作为逆周期调节工具的作用有望得到充分体现，对基建施工企业的稳健发展提供支撑。

房地产市场从多维度实施精准化、差异化调控，参与调控的城市范围继续扩大，未来政策调控的大方向预计将保持不变，但地方政府或根据当地市场情况对相关调控政策进行调整，市场及企业分化格局不断加剧

2019年楼市调控继续坚持以“房住不炒”为主线，各城市延续通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。2019年7月中央首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；12月中央经济会议再次重申“要坚持房住不炒，保持定力”、“坚持因城施策，落实城市政府主体责任，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，完善长效管理调控机制，做好重点区域房地产市场调控工作”。展现了本轮楼市调控的决心，更加明确

城市政府在房地产调控中的主体责任，城市政府在调控政策上或将拥有更大的灵活性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

在加强短期调控的同时，房地产市场调控的长效机制也在加速推进，住房租赁市场为其中重要组成部分。2018年3月，政府工作报告再次明确提出：建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展；培育住房租赁市场，发展共有产权住房；加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。受益于政府从土地、金融、政策等方面的大力支持，主流房企纷纷加大对长租公寓市场的布局。中诚信国际也将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况。

2018年以来房地产融资政策处于收紧态势，弱资质企业外部融资难度显著加大，融资成本同比明显上升，2019年随着银保监会[2019]23号文、发改办外资[2019]778号文等政策出台，房地产行业通过信托、海外债等渠道开展融资进一步收紧。在政策调控以及竞争加剧的大环境下，行业集中度将继续提升，在销售规模、开发运营等方面具备优势的企业能更好地抵御市场波动以及再融资风险，企业间信用风险分化日益明显。

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。

2019年基建市场平稳发展，公司新签合同额进一步增长，为公司业务的持续发展奠定了良好基础

2019年，在国家积极实施“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的大背景下，工程总承包业务所处的国内铁路、公路、房建、城轨、市政和水利、水电、机场等领域的市场保持平稳增长，乡村建设、综合管廊、海绵城市、绿色环保、污染治理等新兴市场快速增长，基建市场整体平稳健康发展。

2019年，公司资质拓展取得进一步突破，新取得建筑业企业总承包特级资质3项，在相关领域的项目承揽能力进一步强化，截至2019年底，共拥有各类建筑业企业资质1,842项，其中总承包特级资质78项，一级资质315项。2019年，公司实现新签合同总额较上年同比增长26.66%；截至2019年末，公司在手合同总额为32,736.37亿元，较上年同比增长20.86%，极强的项目承揽能力和充足的项目储备对其未来收入的稳步增长提供有力的支撑。

表1：近年来公司新签合同额业务构成情况（单位：亿元）

业务板块	2017	2018	2019
工程承包	12,931.85	13,523.55	17,306.53
勘察设计咨询	170.78	177.11	149.28

工业制造	283.76	243.88	257.97
房地产开发	684.13	934.55	1,254.18
物流与物资贸易	823.21	862.62	956.68
其他业务	189.40	103.01	143.90
新签合同总额	15,083.12	15,844.72	20,068.54

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司年报

工程承包是公司传统核心主业，业务类型以铁路、公路业务为主，并覆盖城市轨道交通、房建、市政、水利电力工程和机场码头及航道等多个路外工程领域，具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资等完善的工程服务能力。截至2019年末，公司工程承包业务覆盖除台湾以外的中国31个省、自治区、直辖市、香港和澳门特别行政区以及非洲、亚洲、南美洲和欧洲等海外地区。

表2：近年来公司主要工程承包板块新签合同额（亿元）

业务板块	2017	2018	2019
铁路	2,152.62	2,120.40	2,613.22
公路	3,978.89	2,914.93	3,248.19
城市轨道交通	2,047.56	1,042.41	1,787.05
房建	2,054.13	3,652.08	5,423.21
市政	1,971.34	2,692.30	3,085.71
水利电力	242.07	488.87	280.77
机场码头及航道	97.62	109.80	376.42

资料来源：公司年报

铁路工程和公路工程为公司传统优势领域，在国家对基础设施建设保持较大规模投资的基础上，公司抓住机遇积极开拓市场，2019年新签合同额分别较上年同比增长23.24%和11.43%。

房建工程领域，受益于国家城镇化进程的提速，2019年大量承揽棚户区改造、城乡老旧小区改造工程，带动房建业务新签合同额持续增加，新签合同额较上年同比增长48.50%，逐步成为公司业务结构转型的重要支撑。市政工程领域，受益于国家大力拓展海绵城市、智慧城市和地下管廊等新兴领域，2019年较上年同比增长14.61%。

表3：近年来公司工程承包业务主要境内新签合同情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	签约日期
京昆高速公路绵阳至成都段扩容、绵阳至苍溪高速公路、苍溪至巴中高速公路项目	594.58	2019.5
广州市轨道交通十八号线和二十二号线及同步实施场站综合体设计施工总承包项目	436.31	2017.1

贵州省贵阳金沙至古蔺（川黔界）高速公路 PPP 项目	324.93	2019.12
青岛地铁4号线工程 PPP 项目	229.19	2016.11
G4012 溧阳至宁德高速黄山至千岛湖段、G42S 上海至武汉高速无为至岳西段	228.93	2017.2
贵州省乌当（羊昌）至长顺高速公路 PPP 项目	218.22	2019.9
新建杭衢铁路（建衢段）PPP 项目	217.6	2019.3
陕西省合阳至铜川、吴起至华池高速公路 PPP 项目	198.71	2017.6
深圳市城市轨道交通16号线工程施工总承包项目	184.26	2018.1
重庆轨道交通5A线（富华路-跳蹬南）PPP 项目	180.62	2019.5
小清河复航工程 PPP 项目*	133.02	2019.5
庆盛枢纽区块综合开发项目（庆盛人工智能产业园及安置配套工程）	91.07	2019.4

注：部分项目签约日期为该项目中标时间，最终合同签订价格与开工时间可能存在一定差异。

资料来源：公司年报

近年来，政府在基础设施建设领域推广PPP模式，传统BOT等特许经营模式亦全面铺陈，为建筑业发展带来了新的机遇与挑战。公司工程承包业务主要采用施工合同模式和融资合同模式，在PPP政策带来的发展机遇下，公司大力推进从承包商、建造商向投资商、运营商转型，从单纯承包施工模式转为投资、建设、运营为一体的以投融资带动工程施工的模式，业务模式转型取得较好的成果。2019年，公司新签PPP合同和BOT合同超1,900亿元，业务类型包括公路、铁路、轨道交通等基建工程。BOT、PPP等融资合同模式的资本运营项目给公司带来大量的建安合同，进而带来工程利润；但是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，相比于传统施工面临更大的风险，对公司项目经营管理提出更高要求，同时亦使其面临较大的资本支出压力，加之国家对资本运营项目监管趋严，或将使得项目后续推进具有不确定性，中诚信国际将对未来资本运营业务的发展情况及公司后续投资安排保持关注。

表4：截至2019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（亿元）	持股比例（%）	累计投资（亿元）
------	-----------	---------	----------

成都地铁 6 号线投融资 BT 项目	176.60	100	120.44
成都地铁 5 号线一二期工程投融资建设 BT 项目	171.99	100	180.16
G0511 线德阳至都江堰段 BOT 项目	159.54	100	91.45

注：成都地铁 5 号线一二期工程投融资建设 BT 项目合同初始金额为 171.99 亿元。后续设计概算金额已调整至 198 亿元，并已取得相关批复。
资料来源：公司提供

2019 年公司海外业务发展规模大幅增加，为多元化的区域布局和业务结构提供了有效的支撑，但需关注海外业务经营情况

公司是我国大型海外工程承包商之一，海外业务主要集中在尼日利亚、阿尔及利亚、安哥拉、马来西亚等亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲等国家和地区。跟踪期内受益于国家“一带一路”倡议和“走出去”战略实施带来的发展机遇，公司积极实施“海外优先”战略，海外市场拓展情况保持较好水平。2019 年，公司海外业务新签合同额为 2,692.43 亿元，同比大幅增长。截至 2019 年末，公司海外经营业务已遍及全球 127 个国家，拥有境外在建项目 594 个，在手合同额 6,936.52 亿元。

随着公司海外业务的拓展，铁路、公路等交通基建项目将继续作为“走出去”布局的重点，海外业务的拓展为区域布局和业务结构的多元化发展提供了有限支撑。但是中诚信国际关注到，国际项目施工受到当地经济形势、整治、法律以及汇率变动的影响较大，各地区所面临的风险因素较难控制，或将导致国际工程业务面临较大的经营风险，对公司项目管理提出更高要求；将对海外业务经营情况保持关注。

表 5：近年来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
尼日利亚拉斯卡诺铁路第 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
科特迪瓦阿比让 PortBouet 新城 5 万套住房项目	23500 亿西非法郎	2019.6
尼日利亚卡诺市轻轨（1，2，3，4 号线）项目	18.51 亿美元	2017.2
孟加拉铁路阿考拉至锡莱特米轨转换为混合轨改造项目	15.45 亿美元	2017.12
阿布贾城铁二期工程	14.73 亿美元	2017.5

孟加拉卓伊德普尔至伊舒尔迪复线铁路项目	85.24 亿人民币	2017.12
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
加纳 2 万套保障房项目设计、采购、施工合同	9.98 亿美元	2019.8
东帝汶比亚佐液化天然气厂港口设施项目设计施工总承包合同	9.43 亿美元	2019.4
厄瓜多尔米拉多铜矿露天采矿与剥离工程	9.2 亿美元	2018.6
泰国连接三机场高速铁路项目 PPP 项目协议	2,245.44 亿泰铢	2019.10
建设加纳 8 万套保障房项目设计、采购、施工（EPC）合同	37.75 亿美元	2019.11
ER 几内亚铝土矿矿山和辅助基础设施综合项目矿山采矿工程合同	19.41 亿美元	2019.12
阿联酋联邦铁路二期 C0308 合同段设计和施工合同	48.47 亿阿联酋迪拉姆	2019.12

注：泰国连接三机场高速铁路项目 PPP 项目中公司占比 10%；阿联酋联邦铁路二期 C0308 合同段设计和施工合同中公司占比 51%。

资料来源：公司年报

受益于建筑相关产业链全面布局的日趋完善，2019 年公司非工程承包业务实现了快速发展，与施工主业协同发展，有利于发挥公司全产业链优势

公司非工程承包业务主要包括勘察设计咨询业务、工业制造业务、房地产开发业务和物流与物资贸易及其他业务。2019 年非工程承包业务合同新签合同额较上年同比增长 18.99%，营业收入规模较上年同比增长 8.21%。

勘察设计咨询业务方面，公司拥有 4 家具有工程勘察设计综合甲级资质的设计企业，以铁路和城市轨道交通为主要市场，公路、市政工程、工业与民用建筑、水运工程等多元发展的重要市场，并已成功进入海外市场，具备设计超大型、复杂型工程项目的勘察设计能力，与工程承包业务相关程度高。2019 年因市场竞争激烈，新签合同额有所减少，同比减少 15.71%。

工业制造业务方面，公司是集研发、制造、销售、服务为一体的国内领先、国际先进的制造服务提供商。工业制造板块其主要产品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、道岔及弹条扣件及铁路电气化接触网导线和零部件等。公司目前拥有国际领先的掘进机制造基地，年产能达 200 台，占据国内市场的 50%；其中隧道掘进机国内市场占有率达 85%以上；大型养路机械主力产品国内市场占有率超过 80%。公司工业制造业务与工程承包主业间具有较高的相关性，随着工程新签合同规模的扩大，市场对大型施工设备的需求亦逐年上升，加之公司在巩固既有装备制造优势的基础上在桥梁钢结构制造安装技术领域有所突破，使得 2019 年工业制造业务新签合同稳定增长，同比增长 5.78%。

物流与物资贸易业务方面，中国铁建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、火工品，大型基建项目所需钢材、水泥等相关物资贸易，以及工程物流、仓储配送、现货贸易、国际贸易等业务。截至 2019 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 万余米延长铁路专用线、32,550 立方米成品油储存能力。2019 年受益于国内基建规模的扩大和“一带一路”政策的推动，该业务板块新签合同额同比增长 10.90%。

房地产开发业务方面，公司是房地产开发为主业的 16 家中央企业之一。公司采取“以住宅开发为主，其它产业为辅”的经营模式，聚焦长三角、珠三角、环渤海三大核心城市群，加大雄安新区、粤港澳大湾区以及山东半岛、辽东半岛、海峡西岸、长株潭、武汉、成渝等新兴城市群和国家级新区的项目拓展力度。区域布局坚持以一、二线城市为重点，部分具有良好发展潜力的三、四线城市为补充的发展思路。2019 年，在房地产市场持续调控，坚持房住不炒的政策定位下，公司房地产销售业绩继续保持较快增长，全年实现销售金额 1,254.18 亿元，实现销售面积 860.13 万平方米。截至 2019 年末，公司已在全国 71 个城市开展房地产开发业务，在手 276 个项目，建设用地总面积约 2,829 万平方米，

规划总建筑面积约为 8,098.67 万平方米。

表 6：近年来公司房地产开发板块总体经营情况

	2017	2018	2019
竣工面积（万平方米）	2,717.16	3,343.19	4,080.13
在建面积（万平方米）	1,309.90	1,606.40	2,286.32
投资金额（亿元）	400.71	523.79	618.45
销售面积（万平方米）	517.31	664.10	860.13
销售金额（亿元）	684.13	934.55	1,254.18
销售均价（元/平方米）	13,225	14,072	14,581

资料来源：公司年报

土地储备方面，2019 年公司分别在北京、天津、重庆、武汉等 28 个城市取得 47 宗土地，新增规划总建筑面积 1,023 万平方米。随着国家加强房地产用地调控和市场监管，推进租售并举等政策，商品房开工和销售情况或将受到政策、资金环境的影响，中诚信国际将持续关注未来房地产行业政策波动对公司该业务板块经营产生的影响。

表 7：近年来公司新增土地及项目情况

	2017	2018	2019
新拓展项目（个）	38	45	47
新增规划总建筑面积（万平方米）	935.08	986.93	1,023

资料来源：公司年报

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2017 年~2019 年度审计报告。公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

公司主业突出，营业毛利率稳定，跟踪期内资产减值损失和快速增加的期间费用对利润造成一定影响

2019 年，公司实现营业总收入 8,304.52 亿元，其中工程承包业务占比为 87.25%，是最主要的收入来源。

表 8：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
工程承包业务	5,761.74	6,228.22	7,135.58
勘察设计咨询业务	143.67	162.95	179.47
工业制造业务	125.32	145.97	163.79

房地产开发业务	425.87	369.14	412.97
物流与物资贸易及其他	353.21	394.95	412.71
合计	6,809.81	7,301.23	8,304.52
占比	2017	2018	2019
工程承包业务	84.61	85.30	85.92
勘察设计咨询业务	2.11	2.23	2.16
工业制造业务	1.84	2.00	1.97
房地产开发业务	6.25	5.06	4.97
物流与物资贸易及其他	5.19	5.41	4.97
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司近年来毛利率水平基本保持稳定。具体来看，跟踪期内，工程承包业务毛利率随着公司对施工业务成本管控能力的进一步提升呈小幅上升趋势；勘察设计咨询业务和工业制造业务盈利能力较强，受成本上涨毛利率小幅下降，但仍保持在较好水平；房地产开发业务受结转项目售价和结转时点影响，毛利率水平同比小幅下降。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
工程承包业务	6.87	7.27	7.46
勘察设计咨询业务	32.90	34.12	32.06
工业制造业务	25.92	25.97	22.76
房地产开发业务	18.95	24.60	21.37
物流与物资贸易及其他	11.04	11.48	12.15
营业毛利率	9.24	9.78	9.64

注：毛利率为分部收入抵消前数据。

资料来源：公司财务报告

跟踪期内公司期间费用随着业务规模的扩大持续增加。从费用结构来看，由于建筑企业项目较多且地域分散、从业人数众多，使得管理费用成为期间费用的主要组成部分，随着业务规模的不断扩大、职工薪酬的增长以及研发费用的上升，公司管理费用（含研发费用）逐年增加，占各期期间费用合计的比重保持在 70%以上。近年来因公司加大经营承揽的投入，新签合同金额持续增加，使得销售费用亦整体保持增长趋势。2019 年公司投资导致债务规模扩大，相应的利息支出增加，但受利息资本化影响，财务费用规模有所下降。

利润总额方面，随着公司业务规模扩大和结构不断优化，经营性业务利润持续上升带动利润总额增加。公司近年以坏账损失和存货跌价损失为主的

资产减值损失对利润造成一定影响。随着近年来公司参股 PPP 项目、BOT 项目的增加，部分项目运营产生的投资收益亦相应增长，对公司利润起到了有效补充；跟踪期内以摊余成本计量的金融资产终止确认损失增加，公司投资收益由正转负，对税前利润造成一定影响。受益于业务的快速拓展，公司 EBITDA 利润率在利息支出和营业总收入逐年增加的情况下基本保持稳定，净资产收益率则随着发行永续债和 PPP 项目增加使得少数股东权益快速增加等因素影响，留存利润的增速不及权益规模增速而相应下滑，但仍在同行业中保持在较高水平。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019
期间费用合计	334.65	387.76	437.44
期间费用率	4.91	5.31	5.27
经营性业务利润	246.59	280.90	321.24
资产减值损失	44.70	44.72	50.11
公允价值变动收益	3.68	-2.26	6.57
投资收益	3.37	14.01	-4.20
营业外损益	3.46	-2.17	3.98
利润总额	212.56	251.05	280.27
EBITDA 利润率	5.82	6.24	6.32
净资产收益率	10.34	10.28	9.64

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

跟踪期内公司资产和负债规模随业务发展继续增长；受益于所有者权益快速增加，财务杠杆比率近年来持续下降，资本结构不断优化，但面临一定的债务上升压力，且以短期为主的期限结构亦有待改善

近年来，公司资产总额随着经营业务规模的扩大而稳步增加。从资产结构来看，流动资产在总资产中所占比例维持在 65%以上，其中以已完工未结算款和房地产开发成本/产品为代表的存货、货币资金、应收工程款以及以关联方合作开发款和保证金、押金等为主的其他应收款在公司流动资产中占比较高。跟踪期内公司经营效率较上年有所提高，2019 年，公司营业周期为 199 天，处于行业平均水平。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

收款和以 BOT 项目投入形成的特许经营权以及土地使用权为代表的无形资产持续增加，使得公司的非流动资产规模快速上升。2019 年末公司非流动资产进一步增至 3,254.25 亿元，占资产总额比重升至 30.01%。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	1,412.06	1,438.02	1,568.87
应收账款	1,465.04	993.82	1,121.39
存货	2,666.04	2,838.30	3,497.95
其他应收款	550.39	634.74	601.00
流动资产合计	6,528.98	6,502.77	7,558.14
长期应收款	406.62	544.42	608.05
无形资产	401.56	506.67	598.72
固定资产	459.82	503.01	565.70
非流动资产合计	1,689.89	2,673.93	3,254.25
资产总计	8,218.87	9,176.71	10,812.39

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，受益于很强的工程议价能力，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房地产项目预售款。此外，资本运营业务及房地产开发规模的扩大使得公司对外部融资的需求有所增加，有息债务规模保持上升态势，由 2017 年末的 1,956.17 亿元增至 2019 年末的 2,611.03 亿元，且未来随着该类业务的推进或将面临债务继续上升压力；近年来公司债务期限结构随着一年内到期的非流动负债的增加转变为以短期债务为主，债务结构有待改善。

所有者权益方面，由于利润的积累、PPP 项目公司吸收投资使得少数股东权益上升以及发行可续期公司债、可续期贷款等计入其他权益工具，公司所有者权益规模快速增长。截至 2019 年末，公司其他权益工具金额为 401.89 亿元，占当期末所有者权益合计的 15.34%。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均呈

下降态势，截至 2019 年末分别为 75.77%和 49.91%。

表 12：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
短期借款	294.99	617.81	427.49
应付账款	2,820.80	2,836.71	3,257.85
预收款项	856.83	893.41	1,086.36
流动负债合计	5,436.55	5,973.42	6,889.79
长期借款	588.27	698.40	879.36
应付债券	356.78	374.58	261.44
非流动负债合计	995.84	1,129.93	1,302.39
负债合计	6,432.39	7,103.36	8,192.18
资本公积	404.29	404.34	441.55
其他权益工具	134.00	203.93	401.89
少数股东权益	292.37	374.45	520.62
所有者权益合计	1,786.49	2,073.35	2,620.22
资产负债率	78.26	77.41	75.77
总资本化比率	52.27	54.13	49.91

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期受益于前期工程款大规模回笼，公司经营活动净现金流大幅改善，且对短期债务的覆盖能力有所增强；投资规模有所增长；因债务偿还筹资规模大幅下降

经营活动方面，公司年度经营活动净现金流受新开工项目前期投入和完工项目结算时间的影响较大，近年来虽维持净流入态势，但波动较大。2019 年因前期工程款大规模回笼，公司经营活动净现金流大幅改善。

投资活动方面，公司的投资活动现金流出主要用于设备、设施购建和技术升级，以及 PPP、BOT 项目的建造项目。2019 年因增加设备、设施和 PPP 项目投资，投资活动净流出规模有所增加。

筹资活动方面，2017 年以来投资类业务的发展使得公司资金缺口扩大，筹资活动现金净流入快速增加，公司突出的融资能力能够为其业务扩张和投资需求提供支持。其中 2019 年公司筹资活动净现金流流入规模有所下降主要系当期偿还债务较多所致。

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 对其保障能力一般。2019

年，随着公司经营活动现金流入规模增大，对短期债务保障能力有所增强。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	254.04	54.48	400.06
投资活动净现金流	-366.88	-492.44	-501.69
筹资活动净现金流	237.75	439.12	201.98
货币资金	1,412.06	1,438.02	1,568.87
总债务	1,956.17	2,446.53	2,611.03
短期债务	1,011.12	1,373.54	1,470.23
长期债务	945.05	1,072.99	1,140.80
经营活动现金流入/短期债务	6.90	5.52	5.76
总债务/EBITDA	4.94	5.37	4.97
EBITDA 利息倍数	4.10	4.73	4.72

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性极好，对外担保比例较小，无重大未决诉讼，但受限资产规模较大

截至 2019 年末，公司受限资产为 973.93 亿元，占总资产比重为 9.01%。其中受限货币资金为 142.65 亿元，主要为保证金及中铁建财务公司存放中央银行法定准备金等；用于获得抵质押借款而受限的无形资产 488.75 亿元、存货 252.23 亿元、其他非流动资产 47.80 亿元、应收账款 12.45 亿元。

截至 2019 年末，公司不存在影响其正常经营的重大未决诉讼。

截至 2019 年末，公司对外担保金额为 25.90 亿元（不包括房地产业务阶段性按揭担保），占当期末所有者权益合计的比重较小，被担保方为川铁（泸州）铁路有限公司、成都城投城建科技有限公司以及联营企业中铁建铜冠投资有限公司和中铁建山东京沪高速公路济乐有限公司，根据公开资料显示，被担保单位经营状况正常，代偿风险较小；房地产按揭担保金额为 177.12 亿元，暂未发生代偿。

表 14：截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	担保金额
中铁建铜冠投资有限公司	22.62
中铁建山东京沪高速公路济乐有限公司	1.95
川铁（泸州）铁路有限责任公司	1.18
成都城投城建科技有限公司	0.15
商品房承购人	177.12

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年末，公司共获得各银行综合授信总额 13,537.50 亿元，其中未使用额度为 8,612.68 亿元，财务弹性极强；同时，作为 A 股和 H 股上市公司，公司具有很强的权益融资能力。此外，公司债券融资渠道畅通，已发行了美元债、公司债券和银行间债券等多种融资工具，极强的综合融资实力为其债务偿还提供了有力保障。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至 2020 年 3 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，在业务拓展、信用背书、融资渠道等诸多方面均获得政府的大力支持

中国铁建作为中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，连续入选美国《财富》杂志评选的世界 500 强企业，2019 年位列第 59 位；连续入选《美国工程新闻纪录》ENR 世界 250 家最大承包商行列，在 2019 年 ENR 公布的工程承包商排名中，位列第 3 名；连续入选“中国企业 500 强”，2019 年位列第 14 位。

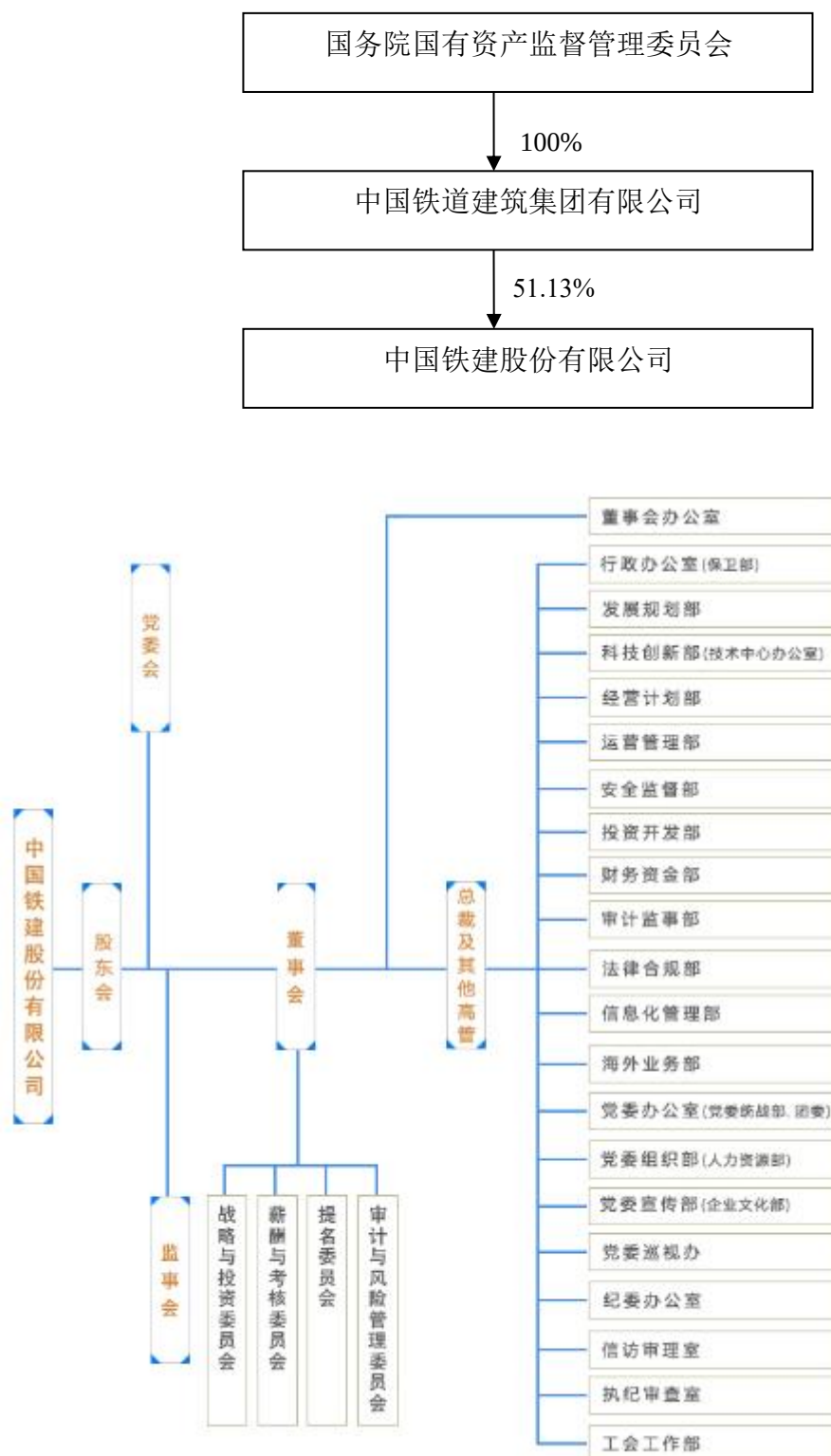
中国铁建其前身是铁道兵，由中国铁道建筑总公司（改制更名为中国铁道建筑集团有限公司）独家发起设立，为国资委管理的特大型建筑企业，亦是国务院国资委下属的骨干企业，近年来在业务拓展、科学研究等方面获得股东强大的支持。

同时，公司人民币内资股（A 股）和境外上市外资股（H 股）分别在上海证券交易所和香港联交所上市，股权融资渠道畅通。作为国内特大型建筑企业，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。总体来看，公司债务融资和权益融资能力均极强，为业务的发展构成了有力保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国铁建股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 铁建 Y1”、“19 铁建 Y2”、“19 铁建 Y3”、“19 铁建 Y4”、“19 铁建 Y5”、“19 铁建 Y6” 的信用等级为 **AAA**。

附一：中国铁建股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：中国铁建股份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）	2017	2018	2019
货币资金	14,120,618.50	14,380,159.80	15,688,717.70
应收账款净额	14,650,389.10	9,938,230.50	11,479,280.00
其他应收款	5,503,915.90	6,347,428.80	6,010,033.80
存货净额	26,660,415.80	28,382,951.90	34,979,465.60
长期投资	2,625,186.70	3,812,653.60	6,132,677.80
固定资产	4,598,185.00	5,030,059.70	5,657,047.90
在建工程	386,357.80	442,838.40	561,480.30
无形资产	4,015,586.40	5,066,700.60	5,987,194.30
总资产	82,188,745.90	91,767,058.20	108,123,921.30
其他应付款	4,855,667.70	5,542,904.20	7,011,681.20
短期债务	10,111,187.50	13,735,445.80	14,702,331.90
长期债务	9,450,471.60	10,729,889.90	11,407,993.20
总债务	19,561,659.10	24,465,335.70	26,110,325.10
净债务	5,441,040.60	10,085,175.90	10,421,607.40
总负债	64,323,861.40	71,033,572.70	81,921,763.90
费用化利息支出	593,566.00	661,071.60	669,327.60
资本化利息支出	371,953.80	302,287.90	442,498.90
所有者权益合计	17,864,884.50	20,733,485.50	26,202,157.40
营业总收入	68,098,112.70	73,012,304.50	83,045,215.70
经营性业务利润	2,465,864.10	2,808,957.00	3,212,441.40
投资收益	33,700.40	140,116.00	-42,003.60
净利润	1,691,919.00	1,983,840.80	2,262,369.10
EBIT	2,719,142.40	3,171,597.80	3,471,992.60
EBITDA	3,961,116.20	4,553,608.20	5,248,961.70
经营活动产生现金净流量	2,540,417.80	544,786.10	4,000,583.80
投资活动产生现金净流量	-3,668,765.00	-4,924,422.60	-5,016,885.80
筹资活动产生现金净流量	2,377,531.60	4,391,197.70	2,019,799.50
资本支出	3,023,100.60	3,233,898.80	3,226,499.70
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	9.24	9.78	9.64
期间费用率(%)	4.91	5.31	5.27
EBITDA 利润率(%)	5.82	6.24	6.32
总资产收益率(%)	3.44	3.65	3.47
净资产收益率(%)	10.34	10.28	9.64
流动比率(X)	1.20	1.09	1.10
速动比率(X)	0.71	0.61	0.59
存货周转率(X)	2.32	2.39	2.37
应收账款周转率(X)	4.87	5.94	7.68
资产负债率(%)	78.26	77.41	75.77
总资本化比率(%)	52.27	54.13	49.91
短期债务/总债务(%)	51.69	56.14	56.31
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.02	0.15
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.25	0.04	0.27
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.63	0.57	3.60
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.41	-3.54	9.07
总债务/EBITDA(X)	4.94	5.37	4.97
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.33	0.36
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.10	4.73	4.72
EBIT 利息保障倍数(X)	2.82	3.29	3.12

注：1、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将应收款项融资计入应收账款，将研发费用计入管理费用。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
	营业毛利率
盈利能力	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
	EBITDA 利润率
现金流	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
	留存现金流
偿债能力	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

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：信用等级的符号及定义

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。