

中铁隧道局集团有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：张馨予 xyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

李慧莹 hyli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 12 月 6 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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。
- 本次信用评级结果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。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]3443D 号

中铁隧道局集团有限公司：

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拟发行的“中铁隧道局集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期公司债券品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年十二月六日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	偿付顺序	发行目的	担保主体	担保主体评级
中铁隧道局集团有限公司	不超过人民币 20 亿元(含)	品种一：2+N（2），品种二：3+N（3）；设品种间回拨机制，回拨比例不受限制；在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权	单利按年计息，每年付息一次，公司可在付息日前选择利息递延（需遵循递延支付条款）；本期公司债券无明确本金偿付日期，公司在赎回日偿付本金、所有应付未付之利息及孳息（如有）	本期债券在清算时的清偿顺序列于普通债务和其他债务之后，优先于普通股股东	偿还公司有息债务	中国中铁股份有限公司	AAA/ 稳定

评级观点：中诚信国际评定“中铁隧道局集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。该信用等级充分考虑了中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）提供的不可撤销连带责任保证担保对本期公司债券还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了中铁隧道局集团有限公司（以下简称“中铁隧道局”或“公司”）雄厚的股东背景及有力的股东支持、公司资质齐备且等级较高，细分领域业务优势突出，在手项目储备较为充足，收入、利润均保持增长等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到公司财务杠杆较高、铁路工程项目盈利波动较大、递延支付利息及赎回选择权条款和担保代偿等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中铁隧道局（合并口径）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	296.29	423.38	399.69	428.62
所有者权益合计（亿元）	59.33	60.23	74.85	75.77
总负债（亿元）	236.96	363.15	324.84	352.85
总债务（亿元）	76.44	87.95	54.10	88.12
营业总收入（亿元）	400.11	439.34	460.47	395.33
净利润（亿元）	1.79	3.05	4.38	3.50
EBIT（亿元）	4.79	5.33	6.45	4.89
EBITDA（亿元）	17.10	18.84	12.21	--
经营活动净现金流（亿元）	23.88	20.04	12.64	-1.41
营业毛利率（%）	5.95	6.42	5.93	4.78
总资产收益率（%）	1.60	1.48	1.57	1.57*
资产负债率（%）	79.97	85.77	81.27	82.32
总资本化比率（%）	56.30	59.35	41.95	53.77
总债务/EBITDA（X）	4.47	4.67	4.43	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.70	12.29	9.25	--

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计并出具标准无保留意见的 2018 年度审计报告，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 2019-2020 年度审计报告及公司提供的未经审计的 2021 年三季度财务报表整理。公司财务报表均按照新会计准则编制；2、提供的 2021 年三季度报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、中诚信国际分析时将应付票据计入总债务，永续中票未包含在总债务口径。

担保主体概况数据

中国中铁（合并口径）	2018	2019	2020	2021.6
总资产（亿元）	9,426.76	10,561.86	12,001.22	12,972.35
所有者权益合计（亿元）	2,221.44	2,454.75	3,131.94	3,333.47
总负债（亿元）	7,205.32	8,107.11	8,869.28	9,638.88
总债务（亿元）	2,408.24	2,875.82	3,187.12	3,749.47
营业总收入（亿元）	7,404.36	8,508.84	9,747.49	4,982.39
净利润（亿元）	174.36	253.78	272.49	143.51
EBIT（亿元）	280.55	366.71	398.51	--
EBITDA（亿元）	377.49	464.98	506.27	--
经营活动净现金流（亿元）	119.62	221.98	309.94	-588.79
营业毛利率（%）	9.90	9.77	9.95	8.87
总资产收益率（%）	3.14	3.67	3.53	--
资产负债率（%）	76.43	76.76	73.90	74.30
总资本化比率（%）	52.02	53.95	50.44	52.94
总债务/EBITDA（X）	6.38	6.18	6.30	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.47	4.40	4.51	--

注：1、数据来源为基于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 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表；2、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

正面

■ **雄厚的股东背景及有力的股东支持。**以公司控股股东中国中铁为核心资产的中国铁路工程集团有限公司是国内乃至世界最大的建筑工程承包商之一，在国内铁路工程施工领域具有极高的市场占有率，2021 年位居《财富》世界 500 强第 35 位，ENR 全球承包商 250 强第 2 位。公司作为中国中铁的重要子公司，在资源、品牌、融资增信和流动性等方面能够获得控股股东的有力支持。

■ **资质齐备且等级较高，细分领域业务优势突出，在手项目储备较为充足。**公司拥有铁路工程、公路工程、市政工程施工总承包特级资质，先后参与了 70 余条国家重点铁路线路、大、长隧道项目及国内 40 余个城市的轨道交通建设，参与了油气、水电、核电领域的储气洞库、西气东输、川气东送、核电机组海域工程等隧洞工程，积累了丰富的施工经验和优势技术。截至 2021 年 6 月末，公司在手合同总额为 1,613.76 亿元，项目储备较为充足。

■ **公司收入、利润均保持增长。**随着公司业务不断发展和费用管控能力增强，公司收入及净利润近年来均保持增长态势。

■ **担保方实力极强。**中国中铁作为我国大型建筑央企，行业地位突出，市场竞争力和整体抗风险能力极强，其提供的连带责任保证担保可为本期债券本息的偿还提供有力支持。

关注

■ **财务杠杆较高。**公司所处的建筑施工行业具有高负债经营的特征，近年来其资产负债率始终维持高位运行，2021 年 9 月末资产负债率为 82.32%。

■ **铁路工程项目盈利波动较大。**公司铁路工程具有单个标段投资额大、工期较长、征地拆迁规模大、现场施工不可预见事件多且易受材料及劳务成本波动影响等特点，加之项目调概、清概批复周期往往较长，使得其盈利水平具有较强不确定性，近年来波动较大。

■ **递延支付利息及赎回选择权条款和担保代偿。**根据本次债券担保函约定，若公司行使递延支付利息或未行使赎回选择权，不构成公司未能按照约定足额支付利息及本金的行为，担保人不予代偿，对于此种情形下担保方不予代偿的情况提请注意。

发行人概况

中铁隧道局集团有限公司前身系成立于 1978 年的铁道部隧道工程局，1999 年更名为中铁隧道工程局，2001 年 5 月，中铁隧道工程局实行公司制改制，组建中铁隧道集团有限公司，并于 2017 年更为现名。公司以工程承包为主业，主要从事国内外铁路、公路、轨道交通、市政、房建等工程施工项目。

产权结构：截至 2021 年 9 月末，公司实收资本 29.98 亿元，控股股东中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）持有其 100% 股权，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。同期末，公司纳入合并范围的子公司为 22 家，其中全资二级子公司 18 家。

表 1：主要子公司情况

序号	子公司名称	直接持股比例 (%)
1	中铁隧道集团一处有限公司	100.00
2	中铁隧道集团二处有限公司	100.00
3	中铁隧道集团三处有限公司	100.00
4	中铁隧道局集团建设有限公司	100.00
5	中铁隧道股份有限公司	100.00
6	中铁隧道勘察设计研究院有限公司	100.00
7	中铁隧道局集团国际工程有限公司	100.00
8	中铁隧道集团机电工程有限公司	100.00
9	中铁隧道局集团路桥工程有限公司	100.00
10	广州南沙中隧招银投资管理合伙企业(有限合伙)	20.00

注：公司作为广州南沙中隧招银投资管理合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人及普通合伙人，拥有对合伙企业事务的独占及排他的投资业务决策权、管理权、执行权等，决定合伙企业投资及其相关事项，因此公司将该公司作为纳入合并范围的子公司。

资料来源：公司提供

本期债券概况

本期公司债券拟发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元），分为两个品种，品种一基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为一个周期；品种二基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为一个周期。上述品种债券在约定的基础期限及每个续期的周期末，公司均有权选择行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权全额兑

付时到期。上述品种间债券设回拨选择权，根据网下簿记建档结果决定是否行使，回拨比例不受限制。

利率方面，本期公司债券采用固定利率计息，单利按年付息，不计复利，递延利息将在递延期间按当期票面利率累计计息。本期债券首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，通过簿记建档方式在预设范围内协商确定，并在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。其中，品种一的初始基准利率及后续周期的当期基准利率分别为簿记建档日和票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；品种二的初始基准利率及后续周期的当期基准利率分别为簿记建档日和票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）

本期公司债券具有赎回选择权。除以下两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券：

（1）公司因相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且采取合理措施后仍无法避免时，有权对本期债券进行赎回；（2）若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权在该会计政策变更正式实施日的年度末对本期债券进行赎回。若行使赎回选择权，公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券，赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相

同。每个票面利率重置日为赎回日。

本期公司债券具有递延支付利息条款。除非发生强制付息事件，本期公司债券的每个付息日，公司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；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。

强制付息事件方面，在本期公司债券付息日前12个月，发生以下事件的，公司不得递延支付当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：

- (1) 向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；
- (2) 减少注册资本。

利息递延下的限制事项方面，公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：(1) 向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；(2) 减少注册资本。

偿付顺序方面，本期公司债券在公司清算时的清偿顺序列于公司普通债务和其他债务之后且优先于普通股股东。

本期公司债券所募集资金，扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务。

中国中铁对本期公司债券不超过20亿元本金、相应票面利息及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息产生的孳息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证担保。

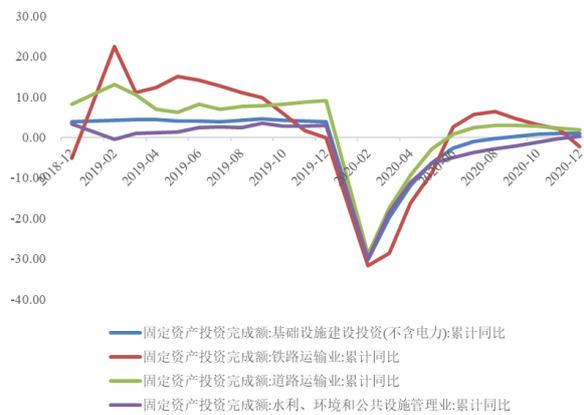
行业环境

基建投资增速维持低位，“两新一重”建设的推进和基建投融资机制的创新为行业发展提供支撑；投融资建设项目的全过程收益实现情况或将成为基建施工企业信用水平分化的重要影响因素之一

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（不含电力，下同）规模保持了较快增长，成为经济发展的重要支撑点，但2018年来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，国内基建投资增速与上年持平，对固投的增量贡献一般。2020年以来，虽然政府出台了一系列的稳增长措施，但受到专项债投向基建强度弱于预期、地方政府投融资持续承压、南方洪灾、新启动项目尚未进入建设高峰等因素影响，全年基建投资实现0.9%的增长。

图1：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，2020年全国铁路完成固定资产投资7,819亿元，近年来首次低于8,000亿元，不及年初预期，但随着川藏铁路等重大铁路建设项目启动，短期内铁路投资仍有望保持在一定规模，对铁路施工行业形成一定支撑。公路方面，近年来国家路网建设逐步完善，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，增速较上年下降18.16个百分点至0.82%。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，全年公路建设投资同比增长2.62%，2020年，交通固定资产投资规模整体保持高位运行，全年公路完成投资2.43万亿元，同比增长11.0%。

政策方面，2019年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、

降低部分基建类项目资本金比例等。同年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。十四五规划提出聚焦于“两新一重”（新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程）建设，加快补短板，发挥投资对优化供给结构的关键作用。**中诚信国际认为**，随着国家政策的大力支持和TOT、基础设施公募REITs等基建投融资机制的创新，未来交通运输、城轨、水利等领域及国家战略城市群等区域将迎来结构性投资机会，为相关基建施工企业的稳定发展提供一定支撑。此外，随着投融资建设模式在基建领域的进一步推广，对基建企业在项目的风险判断、融资成本控制等方面提出了更高要求，投融资项目运营期回款和实际收益情况将对基建施工企业偿债能力产生重要影响。

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年以来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。随着财金〔2018〕54号、财金〔2019〕10号、财金〔2020〕13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**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，同时对项目进行全生命周期绩效管理亦将对各参与方的管理能力提出挑战。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2021年6月末，全国PPP综合信息平台

项目管理库累计入库项目共计10,126个，总投资额15.7万亿元；累计签约落地项目共7,422个，投资额12.1万亿元，落地率73.3%；累计开工项目4,514个，投资额7.0万亿元，落地项目开工率60.8%。从财政承受能力来看，全国2,740个有PPP项目入库的行政区中，2,718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2,067个行政区低于7%预警线，1,584个行政区低于5%，而22个超过10%的行政区已停止新项目入库，PPP项目财政风险在安全区域内。**中诚信国际认为**，随着“两新一重”（新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程）、乡村振兴和生态环保等项目的推进，建筑施工企业作为社会资本方参与PPP业务获取的施工订单金额有望进一步增长。

但**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其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。

发行人信用质量分析概述

公司施工资质等级高，技术优势突出，项目经验丰富，为后续项目承揽提供有力支撑

公司拥有铁路工程、公路工程、市政公用工程施工总承包特级和相对应的设计甲级资质，建筑工程施工总承包一级资质，以及桥梁、隧道、公路路基和铁路铺轨架梁工程等多项专业承包一级资质，

较为齐全的高等级资质体系为其开展各类业务奠定了坚实基础。

公司重点研究攻克形成了大瑶山长大铁路隧道修建新技术、北京地铁浅埋暗挖法综合配套技术、秦岭特长铁路隧道修建技术、四超盾构装备自主设计制造关键技术及产业化、跨江越海大断面暗挖隧道修建关键技术与应用以及高速铁路狮子洋水下隧道工程成套技术等一系列重大核心科技成果。截至 2021 年 6 月末，公司拥有国家级企业技术中心 1 个，盾构及掘进技术国家重点实验室 1 个，共有 790 余项科研成果通过鉴定、评审或验收，获得国家科技进步奖 15 项，省部级科技进步奖 400 余项；拥有各级工法 600 余项，其中国家级工法 27 项、省部级工法 348 项；获得知识产权 500 余项；获得中国专利优秀奖 3 项。

自成立以来，公司先后参与了 70 余条国家重点铁路线路、大、长隧道项目及国内 40 余个城市的轨道交通建设，参与了油气、水电、核电领域的储气洞库、西气东输、川气东送、核电机组海域工程等隧洞工程，修建的各类隧道占全国隧道总量的 1/10，积累了丰富的施工经验和优势技术。公司首创“浅埋暗挖法”用于北京地铁复兴门折返线施工并获评国家一级施工工法；承建的汕头苏埃通道、深圳春风隧道及深圳妈湾跨海通道均为直径在 15 米以上的超大断面盾构隧道，在世界铁路隧道施工领域保持先进行列；参与国家 863 盾构机研发且成功制造出“中国中铁”品牌复合式盾构机。公司还建成了武汉长江、厦门翔安、广深港狮子洋、青岛胶州湾等一大批水下隧道工程项目。2020 年以来，公司重点工程承揽取得新突破，新签的深圳望海路通道快速化改造项目采用直径 16.28 米的超大直径泥水平衡盾构进行施工，是目前国内在建最大直径盾构隧道项目；中标的川藏铁路色季拉山隧道，全长 37.9 千米，采用两台 10.33 米的大直径 TBM 进行施工，是目前亚洲最长的 TBM 隧道等。截至 2021 年 6 月末，公司累计获得鲁班奖 22 项，詹天佑大奖 40 项，国家优质工程奖 58 项，施工业绩突出。

表 2：公司主要施工业务资质情况

级别	施工业务资质名称
特级	铁路工程、公路工程、市政公用工程施工总承包
一级	建筑工程施工总承包
专业一级	隧道、桥梁、公路路基、铁路铺轨架梁工程专业承包

资料来源：公司提供

公司新签合同额大幅增长，市场布局逐步完善，大项目占比维持高位；业主以政府和国企性质客户为主，可为项目回款提供良好保障

公司工程业务主要依据自身资质和资源情况独立进行工程承揽。近年来，随着公司市场布局的逐步完善和业务类型的持续拓展，各类项目承揽结构较为均衡。2020 年，公司新签合同额大幅增长，在强化标前风控和标前创效的基础上，加大了铁路项目的投标规模，受益于此，铁路工程板块新签合同额同比大幅增长；公司凭借在大盾构领域的专业优势以及在合肥、武汉、重庆等城市的滚动经营，2020 年轨道交通板块新签合同额同比增长 36.33%；此外，公司不断加大与地方政府及大型企业的战略合作，带动房建工程新签合同额同比增长超四倍，公路工程和市政工程板块的新签合同额亦有不同幅度的上涨。因政府投资安排及“急大险重”等重大项目需经充分评估，相关项目开标多数集中于四季度，故 2021 年上半年新签合同额较少。

项目储备方面，截至 2021 年 6 月末，公司在手合同总额为 1,613.76 亿元，项目储备较为充足，其中轨道交通工程、市政工程和公路工程的在手合同额占比较高，项目结构较优。2021 年前三季度，公司新签合同规模为 486.50 亿元。

表 3：近年来公司新签合同额业务构成（亿元）

业务板块	2018	2019	2020	2021.1~6	2021.6 在手合同额
铁路工程	56.36	51.85	207.78	3.70	238.16
公路工程	61.69	129.87	148.96	22.97	309.27
轨道交通	244.88	151.48	206.51	80.67	438.20
市政工程	188.48	224.42	251.38	25.16	370.71
房建工程	154.55	31.22	133.50	9.43	71.57
其他	56.46	110.53	111.87	1.31	185.85
合计	762.42	699.38	1,060.00	143.24	1,613.76

注：其他工程主要包括洞库、管廊、水电、机电安装等业务；合计数因

四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

从市场布局来看，公司逐步形成了“集团公司—区域营销机构—施工型分子公司”为主的三级营销体系，2020年公司对营销区域进行调整，将全国31个省市自治区划分为华东、华西、华中、西南、华北、华南、粤港澳大湾区及J民R合共8个区域指挥部，在巩固华南、华东、西南等地优势的基础上，华中、华北和华西等地市场拓展成效显著，带动新签合同额进一步提升。

表 4：近年来公司新签合同额区域构成（亿元）

业务区域	2018	2019	2020	2021.1~6
华东地区	123.85	139.58	124.79	18.93
华南地区	220.55	293.83	277.50	40.24
华中地区	94.13	51.97	157.14	10.78
华北地区	19.13	31.29	113.12	16.69
西南地区	116.26	129.48	173.08	54.34
华西地区	45.24	20.90	179.62	1.06
海外地区	143.26	32.33	34.75	--
合计	762.42	699.38	1,060.00	143.24

注：公司将粤港澳大湾区及J民R合指挥部新签合同额分别并入华南及华北指挥部统计。

资料来源：公司提供

从合同规模来看，近年来公司加强营销质量把控和高端客户对接，针对性开拓战略性客户的大型工程项目，2018年以来新签5亿元以上合同额占比达到75%以上，2020年占比为80.87%。公司对在建项目实行分级管理，由集团总部直接对重点工程进行把控，前十大重大工程规模维持高位，2020年因新签合同总额提升，相关比重下降至26.57%。**中诚信国际认为**，公司践行“大客户大订单”战略及项目管理体系的健全，有利于集中资源，优化项目质量，增强重大项目承揽履约能力。

表 5：近年来公司新签合同额单体规模构成（亿元）

单体合同规模	2018	2019	2020	2021.1~6
5亿元及以上	606.84	533.65	857.23	116.27
5亿元以下	155.58	165.73	202.77	26.97
合计	762.42	699.38	1,060.00	143.24

资料来源：公司提供

从业主结构来看，公司客户以中国中铁、中央及地方国企为主，近年来占比均在90%以上。2020年公司进一步加强项目质量筛选，与民营企业暂无

新签。**中诚信国际认为**，公司客户信用等级较高，优质的客户群体使得公司项目垫资压力较小，同时项目回款亦具有良好保障，目前公司主要在手项目的累计回款比例均值在80%以上；但同时，政府项目多为EPC模式，涉及批复、清概、审计等工作周期较长，或在一定程度上拉长回款周期。

表 6：2020年公司前五大客户新签合同额情况（亿元、%）

客户名称	金额	占比
川藏铁路有限公司	43.29	4.08
武九铁路客运专线湖北有限责任公司	40.06	3.78
聊城市民安置业有限公司	37.08	3.50
中国铁路兰州局集团有限公司兰州工程建设指挥部	26.63	2.51
珠海市轨道交通有限公司	24.96	2.35
合计	172.02	16.23

资料来源：公司提供

多元的业务结构可在一定程度上保障业务的稳定增长；在手项目付款比例相对较高；同时公司海外项目较多，中诚信国际关注其经营情况

近年来工程建设行业对工程总承包模式的推动给公司带来良好发展机遇，公司拥有的铁路、公路、市政公用工程施工总承包资质为相关业务的开展提供了良好支撑。**中诚信国际认为**，工程总承包业务模式打破了传统DBB（设计-招标-施工）模式对设计、施工的人为分割约束，有利于实现上述各阶段工作的融合和资源的有效配置，使各环节的工作合理交叉，在降低管理成本的同时保证了工程进度和质量。

铁路工程是公司的传统优势领域，公司在铁路施工方面经验丰富，共承建了全国约1/2的铁路和高速铁路线路，修建的铁路隧道占全国铁路隧道总量的10%以上；修建的高铁隧道占全国高铁隧道总量的30%以上。因铁路项目盈利性较弱，公司对项目结构不断调整，适时承接以重点工程为主的铁路项目。受益于川藏铁路等国家大中型铁路项目招标的稳步推进，公司2020年承揽了包括川藏铁路雅安至林芝段工程、宜昌至郑万高铁联络线站前工程、兰州至张掖三四线铁路中川机场至武威段站前工程等大体量重点工程，带动当年新签合同额大幅增长。

此外，凭借其在铁路工程、隧道盾构领域积累的施工经验、技术优势和品牌知名度，公司将业务延伸至以公路、轨道交通和市政业务为主的基建领域，并适时开拓房建业务作为补充。较为多元的业务结构可为其业务收入持续稳定增长提供保障。公司在轨道交通业务领域具备一定的优势，但近年来随着轨道交通市场招标模式持续调整，整包招标、投资招标项目增多，常规公招项目数量快速下降，二级企业较为依赖上级单位的分配，因此公司轨道

交通新签合同额较为波动。受益于 2020 年国内高速公路网络建设的平稳增长以及公司加大以投融资模式参与高速公路建设的经营力度，近年来公路和市政工程业务拓展成效较好，新签合同额均呈持续增长态势。整体来看，公司预付款及过程付款比例较高，可在一定程度上缓解资金周转压力。此外，公司房建业务以政策性保障房为主，民营房地产业主相对较少，回款风险相对可控。

表 7：截至 2021 年 6 月末公司主要在建项目（亿元、%）

项目名称	业主名称	合同金额	完工百分比	累计确认收入	累计回款
在建大型铁路项目					
宜兴铁路 ZQ-3 标段	武九铁路客运专线湖北有限责任公司	47.40	3.14	1.43	1.95
新建川藏铁路雅安至林芝段 CZXZZQ-2 标段	川藏铁路有限公司	39.72	4.96	1.97	1.52
新建大理至瑞丽铁路保山至瑞丽段站前工程土建 2 标段	滇西铁路有限责任公司	37.56	48.52	18.42	13.74
兰张铁路 ZQ-4 标段	中国铁路兰州局集团有限公司兰州工程建设指挥部	24.43	36.05	8.87	6.63
昌景黄铁路安徽段站前三标段	中国铁路设计集团有限公司	20.72	74.00	15.35	14.78
在建大型公路项目					
汕头市苏埃通道项目	汕头市苏埃通道建设投资发展有限公司	40.02	91.00	35.94	34.76
镇七高速公路施工总承包项目	昭通市镇七高速公路投资开发有限公司	34.46	12.90	4.45	5.41
深中通道 S03 标项目	深中通道管理中心	32.25	52.32	16.93	16.93
G7611 昭通（川滇界）至西昌段高速公路 SG2 标	中铁城市发展投资集团有限公司	19.80	2.93	0.58	0.37
大关至永善高速公路土建工程	昭通市大永高速公路投资开发有限公司	15.74	0.08	0.01	0.00
在建大型市政项目					
深圳春风隧道工程	中铁南方投资集团有限公司	32.76	57.68	18.91	15.94
珠海隧道工程 TJ2 标段	珠海市轨道交通有限公司	21.76	4.75	1.03	2.55
杭州之江路管廊及道路提升工程项目	中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司	21.11	8.71	1.84	2.80
湖州开发区基础设施工程 PPP 项目	中铁隧道湖州投资建设有限公司	18.28	89.32	16.33	12.85
庆盛枢纽区块项目	中铁珠三角投资发展有限公司	17.39	17.39	3.02	2.28
在建大型轨交项目					
广州十三号线二期工程	中铁（广州）投资发展有限公司	30.09	20.66	6.23	5.40
深圳地铁 14 号线总承包土建一工区	中铁南方投资集团有限公司	20.65	88.00	18.18	15.00
成都轨道交通 13 号线一期工程土建 5 工区	成都轨道交通建设集团	20.28	18.00	1.41	3.05
合肥市轨道交通 1 号线三期工程总承包项目经理部	合肥城市轨道交通有限公司	17.70	48.90	8.68	8.31
广州市轨道交通十一号线项目	中铁（广州）投资发展有限公司	15.85	47.92	7.60	7.00
在建大型房建项目					
聊城棚户区改造项目	聊城市民安置业有限公司	20.54	0.41	0.08	0.00
大岗 5 号地块安置区项目	广州南沙经济技术开发区建设中心	17.84	13.81	2.43	1.78
郑州报业龙溪泓园项目	郑州郑报置业有限公司	8.26	3.21	0.27	0.17
横核镇安置区一期项目经理部	广州南沙开发区土地开发中心	7.16	26.44	1.89	1.58
修仕倍励实验学校项目	广州修仕倍励教育投资管理有限公司	4.75	27.37	1.30	1.25
在建大型海外项目					
以色列红线系统及轨道设计施工项目	N.T.A. METROP.MASS TRANSIT SYS.LTD	37.84	60.01	22.71	27.73
以色列特拉维夫轻轨红线 TBM 西标段	SCW	28.52	95.32	27.18	27.43
格鲁吉亚科维谢提至科比公路隧道标项目	Roads Department of Georgia under the Ministry of Regional Development and Infrastructure of Georgia	18.27	7.37	1.35	3.71
新加坡环线第六期 C885 爱德华王子车站以及隧道项目	Land Transport Authority Singapore	15.84	68.20	10.80	9.52

乌兹别克斯坦沙尔贡煤矿现代化改造项目	АО"Шаргункумир"	4.50	78.56	3.54	3.52
--------------------	-----------------	------	-------	------	------

资料来源：公司提供

公司积极实施“走出去”战略，目前海外业务主要以东欧、南美和亚洲区域为主，在智利、秘鲁、新加坡等国家成立了海外分公司或项目部，进行市场深耕和拓展，先后承建了包括“中亚第一长隧”乌兹别克斯坦安帕铁路卡姆奇克隧道、新加坡地铁矩形盾构隧道、伊朗北部高速公路、以色列红线地铁等一系列标志性项目，积累了一定的国际工程经营承包经验。2018年，公司新签了合同额12.90亿美元的沙特保障房项目，使得当年海外项目新签合同额处于高位。公司海外工程结算以美元为主，部分为人民币结算，以减少海外项目可能产生的汇兑风险。但同时，中诚信国际注意到，国际项目施工受当地经济形势、政治、法律、汇率变动以及新冠疫情的影响较大，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，对公司海外项目的管理水平提出了较高要求，中诚信国际将对公司海外业务经营情况保持关注。

通过资本运营项目拓展建筑产业链，公司工程施工业务在投资带动下实现良好发展，在手均为参股项目，但项目推进及后续回款仍值得关注

近年来，公司从投资源头介入，以投融资带动总承包，实现投资与施工的联动。该类资本运营项

目对建筑企业的资金实力、施工水平和项目管理能力都有更高要求，但竞争相对缓和，项目回款有保障而项目利润率高于单纯的工程承包业务。

BT项目方面，截至2021年6月末，公司自主投资建设BT项目4个，总投资16.86亿元，目前已全部完工，实际完成投资12.10亿元，累计回购总额11.86亿元；BOT项目1个，总投资58.74亿元，目前尚处于建设期，已完成投资10.93亿元。

随着PPP模式在基础设施投融资建设领域的逐步推广，公司近年来加大了该模式的拓展，通过自行投资或与中国中铁系统内投资平台等组建联合体方式开展业务，实现提升承揽竞争实力的同时有效分散和降低了投资风险，截至2021年6月末，公司签订PPP投资合同的项目共23个，全部为非并表项目，其中有19个是参与中国中铁跟投的项目，其余4个为外部跟投项目。上述项目预计总投资额为4,190.05亿元，可带动公司新签合同额378.55亿元，涉及到公司资本金认缴额为21.13亿元，累计已实缴12.42亿元。目前23个项目均处于建设期，其中一个项目的子项已进入运营期，累计实现运营回款4.85亿元。

表8：截至2021年6月末公司在手PPP项目投资情况（亿元）

项目名称	项目总投资额	公司应承担的资本金投资额	公司累计完成资本金投资额	股权比例 (%)	进入/预计进入运营其时间 (年、月)	运营/回购周期 (年)	预计可带动公司设计建安新签合同额	是否入库	回报机制
湖州经济技术开发区基础设施工程 PPP 项目	21.48	2.77	0.93	10.00	2022.6	10	17.33	是	政府付费
安阳市城乡一体化示范区 14 条城市道路 PPP 项目	12.08	0.81	0.81	0.29	2022.6	10	5.41	否	政府付费
228 国道苍南龙港至龙沙段 PPP 项目	20.34	4.25	4.25	25.00	2023.6	15	13.84	是	政府付费
镇雄以勒至七星关林口高速公路以勒至大银（滇黔界）段特许经营项目	58.74	4.15	4.00	25.50	2023.6	30	45.95	否	使用者付费
参与中国中铁项目跟投（共 19 个）	4,077.41	9.15	2.43	--	--	--	296.02	均是	--
合计	4,190.05	21.13	12.42	--	--	--	378.55	--	--

注：安阳市城乡一体化示范区 14 条城市道路 PPP 项目因财政支付能力未满足入库要求而被清退，目前建设回款已按进度支付，后续计划以股权回购方式退出；镇雄以勒至七星关林口高速公路以勒至大银（滇黔界）段特许经营项目为完全使用者付费模式，无政府补助，暂不入库。

资料来源：公司提供

中诚信国际注意到，近年来 PPP 模式的迅速发展推动投融资建设项目市场容量扩大的同时，竞争的愈发激烈亦使得投资回报率有所下降，加之近年来国务院国资委、财政部密集出台监管政策，从政府、金融机构、社会资本方等多个维度对 PPP 项目进行规范，行业整体进入严监管周期，项目融资难度有所增加，部分项目存在退库甚至终止等风险，对参与企业的投融资和风险管控能力提出了更高要求。公司亦逐步调整其资本运营项目经营策略，通过参股跟投的模式实施短期投资项目等方式，减少资本金投资规模，以有效分散和降低风险。此外，PPP 项目前期投资大、回收周期长，后期运营效果存在不确定性，且存在部分未入库项目，中诚信国际将对公司 PPP 项目的后续进展保持关注。

公司治理结构和内控制度整体运行较为规范，并已建立起较为完善的安全质量把控体系

公司目前已形成较为完善的治理结构和内控体系。2021 年 11 月，公司董事、监事和总经理因工作调整发生人员变动，新任治理层及管理层成员仍由中国中铁委派，上述变动对公司治理、日常经营活动及控股权均未产生实质影响。除此之外，截至出报告日，公司未发生其他与公司治理相关的重大变化，内控体系规范运行。

公司业务以隧道及地下工程施工为主，涉及到技术难度较大的钻爆和大盾构等技术，项目推进过程中面临的安全环保问题较为突出。公司每季度对全集团在建项目从合同工期、工程质量、施工安全、环境保护、业主评价等方面开展履约评估，并实施预警管理，已形成较为完善和精细化的项目管理制度。截至报告出具日，公司尚无重大安全事故和环保事故发生。

公司资产和负债规模波动增长，财务杠杆水平有所下降，盈利能力相对较弱，经营获现情况良好

公司资产主要以货币资金、应收账款和存货等流动资产为主，同时还包含施工设备、房屋及建筑物等固定资产、其他非流动资产和长期股权投资

等。公司业务以基建业务为主，因政府审批、计价及审计等环节周期较长，公司营运效率近年来有所下降，2020 年营业周期为 153 天。公司应收账款以政府及国企性质客户为主，且账龄结构较短，为项目回款提供了较好的保障。2021 年前三季度，随两金规模增长及投资建设项目的推进，公司总资产较上年末继续增长。

公司负债主要是对上游分包商、劳务商及原材料供应商的应付账款、应付票据等经营性负债以及短期借款等。2020 年末，公司有息债务为 54.10 亿元，期限以短期债务为主，其中应付票据占总债务的比重为 67.60%，2021 年前三季度，公司继续加大票据支付力度，相关债务规模进一步增长。所有者权益方面，2020 年，公司发行 12 亿元永续中票计入其他权益工具，此外控股股东中国中铁以上缴利润返还的方式对公司增资 1.57 亿元，计入资本公积。在上述因素共同作用下，公司权益规模增幅较大，财务杠杆有所下降。若剔除永续债计入权益的影响，2021 年 9 月末公司资产负债率和总资本化比率分别为 85.23% 和 61.37%。

受公司业务结构及行业结算回款特点影响，公司盈利能力相对较弱，特别是铁路项目，因业主调概清概批复周期较长，营业毛利率存在较大波动。加之各项目中盾构机等专业化机械设备折旧金额较大、材料人工费用上涨，公司毛利率近年来波动下降。此外，因 2018 年股东现金注资 11.00 亿元，公司净资产收益率虽逐年提升，但整体仍处于较低水平。2021 年前三季度，公司营业收入及净利润分别同比增长 12.74% 和 15.27%，净资产收益率为 6.20%。

公司经营获现水平较好，经营活动现金流保持净流入态势，但随采购、人工等成本上升而逐年减少。2021 年前三季度，因支付结算时点差异，经营活动现金小幅净流出。公司对外投资主要包括盾构及设备、房屋建筑物等固定资产投资，以及 PPP 项目资本金投入，近年来投资活动净现金流均呈净流出状态。筹资活动方面，受益于较好的资金平衡能力及获现水平，公司近年来筹资活动净现金流持续

净流出。

表 9：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

业务板块	2018	2019	2020	2021.1~9
营业毛利率	5.95	6.42	5.93	4.78
经营性业务利润	2.77	4.58	5.48	4.20
净利润	1.79	3.05	4.38	3.50
净资产收益率	3.29	5.10	6.48	6.20*
EBITDA	17.10	18.84	12.21	--
总资产	296.29	423.38	399.69	428.62
应付票据	48.54	56.62	36.57	61.64
应付账款	94.30	166.68	165.95	154.09
总负债	236.96	363.15	324.84	352.85
总债务	76.44	87.95	54.10	88.12
资产负债率	79.97	85.77	81.27	82.32
总资本化比率	56.30	59.35	41.95	53.77
经营活动净现金流	23.88	20.04	12.64	-1.41
投资活动净现金流	-17.35	-10.20	-15.22	-9.16
筹资活动净现金流	-14.46	-7.48	-6.95	5.32

注：标“*”数据经过年化处理。

资料来源：公司财务报告

公司债务主要集中于一年以内，货币资金及经营活动现金流入对短期债务形成较好的覆盖，同时公司具有一定的备用流动性

截至 2021 年 9 月末，公司银行借款及债券融资规模较小，其中一年以内的到期债务为 16.48 亿元，占上述债务规模的比重为 42.97%。

表 10：截至 2021 年 9 月末公司主要债务构成（亿元）

项目	类型	成本	金额	1 年以内到期	1-3 年到期	3 年以上到期
银行贷款	信用借款	2.61%	24.54	15.48	2.06	7.00
债券融资	永续中票	4.90%	12.46	--	12.46	--
融资租赁	--	3.33%	1.35	1.00	0.35	--
合计	--	--	38.35	16.48	14.87	7.00

注：上述债务统计不包含应付票据；成本为平均资金成本。

资料来源：公司提供

截至 2021 年 9 月末，公司非受限货币资金为 26.61 亿元，可对短期债务形成较好的覆盖。同时，公司经营获现能力较强，对债务本息覆盖情况较好。公司未来的投资支出主要集中于 PPP 等投融资项目资金支出以及购置盾构机等专用设备，目前尚无较大的资本金支出计划，对后续的债务规模及偿债能力影响有限。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（X）

	2018	2019	2020	2021.1~9
总债务/EBITDA	4.47	4.67	4.43	--
EBITDA 利息倍数	6.70	12.29	9.25	--
经营活动现金流入/短期债务	6.69	5.44	11.30	6.72*
货币资金/短期债务	0.83	0.81	0.87	0.50

注：带“*”数据已经年化处理；因缺少数据，部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报告

同时，公司银行授信余额充足，截至 2021 年 9 月末，共获得各银行综合授信总额 988.63 亿元，其中未使用授信额度为 607.04 亿元，平均资金成本在 3%~3.5% 之间。同期末，公司受限资产为 15.64 亿元，占总资产的比例为 3.65%，且全部为货币资金。此外，中国中铁及下属财务公司亦可对公司流动性提供一定支持。

整体来看，公司运营持续稳定，未来面临的投资压力和短期债务周转压力可控，自有资金、经营留存资金可对投资、偿债需求形成较好覆盖，且融资空间大，公司偿债能力很强。

本期债券具有公司赎回选择权、利息递延支付选择权、利率跳升机制、偿还顺序劣后于公司普通债务条款，基于上述对受评主体偿债能力的分析，假设在本期债券所设特殊条款极端不利的情况下，本期债券可能面临公司无限次递延利息支付、不行使赎回权及被动破产清算时次级债无法足额清偿的风险。

其他事项

截至 2021 年 9 月末，公司对外担保金额 880 万美元，为对中国上海外经（集团）有限公司的反担保，2022 年 9 月末到期。同期末，公司不存在影响正常经营活动的重大未决诉讼或仲裁。此外，公司无资产抵质押情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 9 月 30 日，公司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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

偿债保障措施

中国中铁对本期公司债券不超过 20 亿元本金、相应票面利息及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息产生的孳息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券存续期内，若中铁隧道局行使递延支付利息权，当期利息以及已递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日，不构成中铁隧道局未能按照约定足额支付利息的行为，担保人不予代偿；若中铁隧道局未行使赎回选择权，本次债券本金和当期应付利息（包括已递延的所有利息及其孳息（如有））推迟至下一个兑付日，不构成中铁隧道局未能按照约定足额兑付本金和利息的行为，担保人不予代偿。

中国中铁系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”）国资改革【2007】477 号文件以及国资委 2007 年 9 月 11 日出具的《关于设立中国中铁股份有限公司的批复》批准，由中国铁路工程总公司（现更名为中国铁路工程集团有限公司，以下简称“中铁工”）于 2007 年 9 月 12 日独家发起设立。中铁工将其全部主营业务及主营业务相关全部净资产（含股权）作为出资投入。中国中铁分别于 2007 年 12 月 3 日和 2007 年 12 月 6 日在上交所和联交所上市（A 股股票代码：601390；H 股股票代码：00390）。截至 2021 年 6 月末，中国中铁总股本 245.71 亿元，中铁工持有其 47.21% 股份，公司实际控制人为国务院国资委。中国中铁是国内基础设施建设、勘察设计与咨询服务、工程设备与零部件制造行业的领军企业，在我国铁路工程施工领域具有极高的市场占有率。2021 年，以中国中铁为核心资产的中国铁路工程集团有限公司位居《财富》世界 500 强第 35 位，ENR 全球承包商 250 强第 2 位。

近年来中国中铁通过延伸产业链条，亦开展了房地产开发、物资贸易、基础设施投资运营、矿产资源开发及金融等相关多元业务。具体来看，基础设施建设收入占公司营业收入比重较高，近年来受益于城镇化进程推进、铁路固定资产投资维持高位、国家级城市群建设、“交通强国”、“一带一路”

等政策利好释放，中国中铁基础设施建设业务及营业总收入规模稳步增加。2020 年，中国中铁实现营业总收入 9,747.49 亿元，同比增长 14.56%，疫情影响下仍维持增长态势。

截至 2020 年末，中国中铁总资产为 12,001.22 亿元，所有者权益为 3,131.94 亿元，资产负债率为 73.90%；2020 年实现营业总收入 9,747.49 亿元，净利润 272.49 亿元，经营活动净现金流 309.94 亿元。

综合来看，中诚信国际评定中国中铁股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息起到有力保障作用。

外部支持

公司是中国中铁下属重要子企业，长期以来业务发展能够得到其在资源、品牌、融资增信、流动性等多方面的支持，发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“中铁隧道局集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于中铁隧道局集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）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。

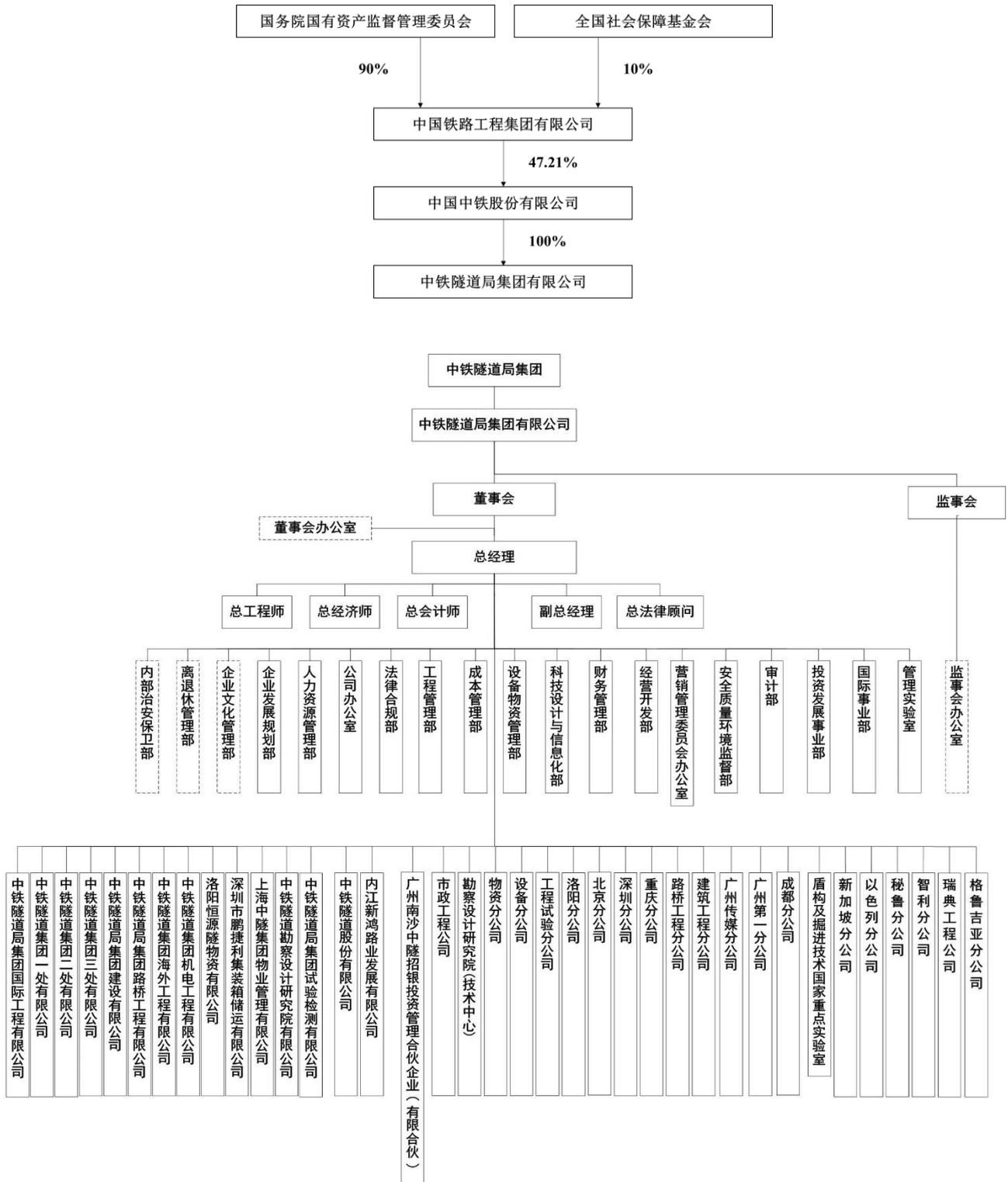
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

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。

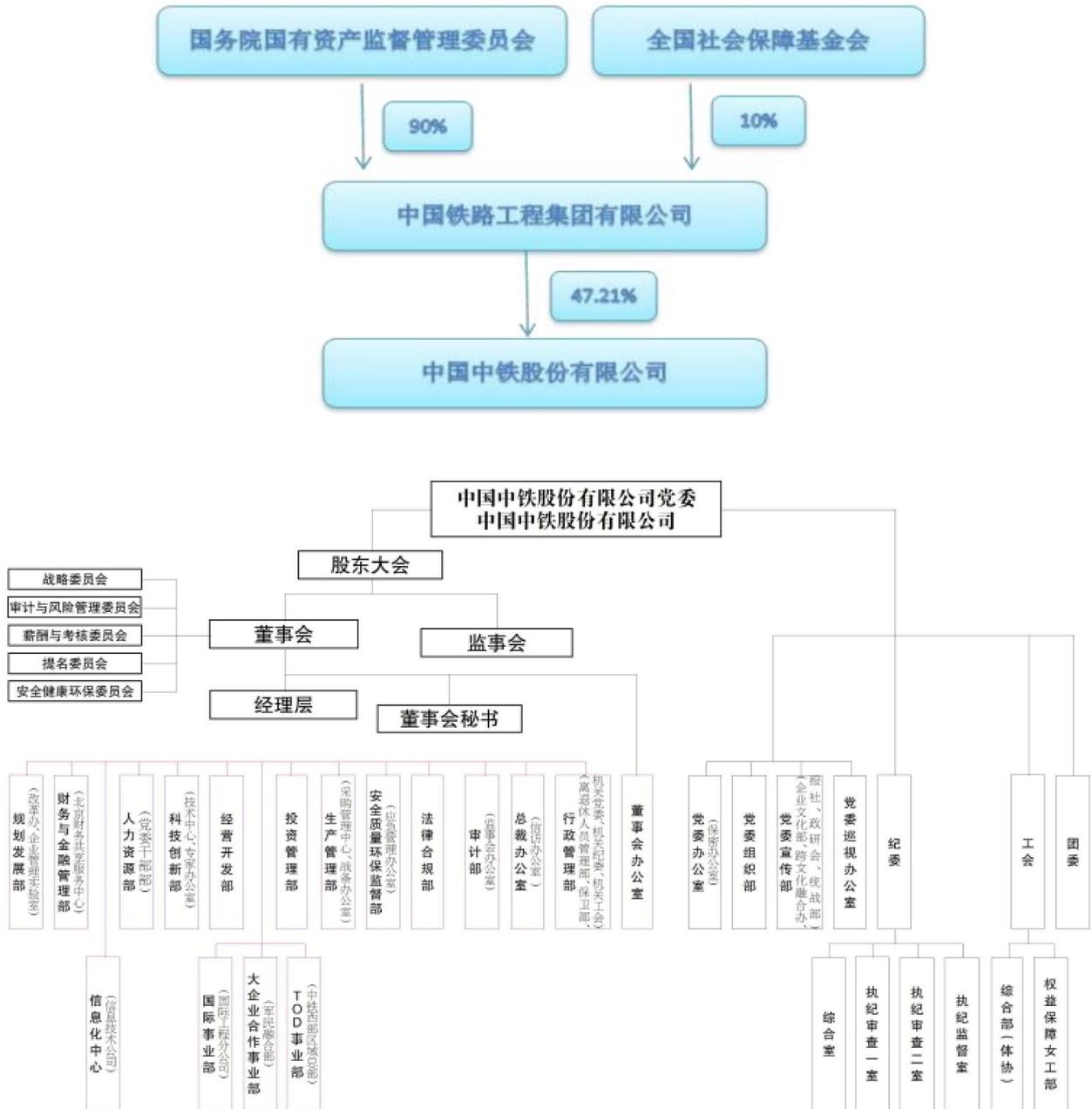
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中铁隧道局集团有限公司股权结构图和组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国中铁股份有限公司股权结构图和组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附三：中铁隧道局集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	607,814.74	701,779.20	434,384.56	422,538.68
应收账款净额	344,833.47	646,927.03	583,491.82	721,746.38
其他应收款	192,369.81	210,814.33	172,048.73	113,812.60
存货净额	602,904.22	1,275,414.38	1,250,886.27	1,281,885.56
长期投资	43,349.53	66,633.48	149,070.35	158,129.89
固定资产	438,569.89	294,996.54	374,523.14	428,077.38
在建工程	60,293.47	118,858.65	33,188.70	50,058.51
无形资产	43,743.80	174,827.35	145,518.13	68,585.98
总资产	2,962,915.45	4,233,821.05	3,996,863.95	4,286,205.84
其他应付款	307,399.15	414,269.46	401,952.08	524,738.56
短期债务	728,723.95	869,289.86	498,070.43	840,399.07
长期债务	35,669.93	10,222.41	42,879.67	40,753.27
总债务	764,393.89	879,512.26	540,950.11	881,152.34
净债务	156,579.15	177,733.07	106,565.55	458,613.66
总负债	2,369,572.56	3,631,511.72	3,248,375.31	3,528,545.44
费用化利息支出	25,540.77	15,329.44	13,198.74	6,359.20
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	593,342.89	602,309.33	748,488.64	757,660.40
营业总收入	4,001,134.59	4,393,420.64	4,604,712.86	3,953,330.07
经营性业务利润	27,651.74	45,816.17	54,828.74	42,000.35
投资收益	1,364.72	-3,602.92	-2,179.22	-2,523.69
净利润	17,948.55	30,496.17	43,784.03	35,044.86
EBIT	47,917.11	53,296.55	64,512.57	48,869.98
EBITDA	171,040.56	188,420.00	122,111.96	--
经营活动产生现金净流量	238,752.70	200,421.58	126,364.72	-14,104.75
投资活动产生现金净流量	-173,496.90	-101,992.49	-152,185.30	-91,630.71
筹资活动产生现金净流量	-144,581.66	-74,772.87	-69,512.55	53,182.26
资本支出	159,456.27	110,772.12	71,817.36	86,667.23
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率 (%)	5.95	6.42	5.93	4.78
期间费用率 (%)	4.96	5.17	4.53	3.56
EBITDA 利润率 (%)	4.27	4.29	2.65	--
总资产收益率 (%)	1.60	1.48	1.57	1.57*
净资产收益率 (%)	3.29	5.10	6.48	6.20*
流动比率 (X)	0.90	0.90	0.89	0.87
速动比率 (X)	0.63	0.54	0.49	0.49
存货周转率(X)	5.98	4.38	3.43	3.96*
应收账款周转率 (X)	12.91	8.86	7.48	8.08*
资产负债率 (%)	79.97	85.77	81.27	82.32
总资本化比率 (%)	56.30	59.35	41.95	53.77
短期债务/总债务 (%)	95.33	98.84	92.07	95.38
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.31	0.23	0.23	-0.02*
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.33	0.23	0.25	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	9.35	13.07	9.57	-2.22
经调整的经营净现金流/总债务 (%)	23.24	19.26	16.27	--
总债务/EBITDA (X)	4.47	4.67	4.43	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.23	0.22	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	6.70	12.29	9.25	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.88	3.48	4.89	7.68

注：2021 年三季报未经审计；带“*”数据已经年化处理；中诚信国际在分析时，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，将信用减值损失计入资产减值损失，将应付票据计入总债务；因缺少数据，部分指标无法计算。

附四：中国中铁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）	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	13,447,637.70	15,815,843.40	17,476,828.50	15,057,155.10
应收账款净额	10,590,947.30	10,410,491.60	10,839,908.30	13,673,023.50
其他应收款	3,051,480.20	3,358,776.30	3,166,620.30	3,509,626.10
存货净额	27,448,687.20	31,566,764.90	31,770,355.70	35,593,812.30
长期投资	4,790,702.70	9,306,416.90	11,750,214.10	12,718,619.00
固定资产	5,587,363.70	6,055,853.10	6,545,803.30	6,419,834.80
在建工程	843,469.70	518,714.10	593,898.30	752,413.40
无形资产	6,023,300.80	4,212,323.30	7,951,247.70	8,900,771.80
总资产	94,267,610.10	105,618,592.70	120,012,210.80	129,723,477.90
其他应付款	5,733,482.20	6,921,323.30	7,439,281.90	8,805,633.30
短期债务	15,679,740.60	17,277,014.90	15,579,988.30	20,775,871.20
长期债务	8,402,631.80	11,481,175.20	16,291,257.10	16,718,839.20
总债务	24,082,372.40	28,758,190.10	31,871,245.40	37,494,710.40
净债务	10,634,734.70	12,942,346.70	14,394,416.90	22,437,555.30
总负债	72,053,207.30	81,071,093.10	88,692,785.30	96,388,769.50
费用化利息支出	534,432.50	533,894.60	646,752.20	--
资本化利息支出	309,285.20	523,061.20	475,513.20	--
所有者权益合计	22,214,402.80	24,547,499.60	31,319,425.50	33,334,708.40
营业总收入	74,043,628.50	85,088,428.30	97,474,879.00	49,823,920.60
经营性业务利润	2,596,651.50	3,131,728.80	4,002,644.60	2,021,124.40
投资收益	473,403.00	570,924.60	79,835.80	92,095.40
净利润	1,743,627.80	2,537,826.80	2,724,942.90	1,435,064.20
EBIT	2,805,541.30	3,667,098.60	3,985,057.70	--
EBITDA	3,774,926.20	4,649,836.20	5,062,687.10	--
经营活动产生现金净流量	1,196,169.70	2,219,778.60	3,099,407.10	-5,887,853.80
投资活动产生现金净流量	-3,933,309.70	-4,018,084.20	-6,314,271.30	-2,609,520.80
筹资活动产生现金净流量	2,790,724.20	3,821,663.40	4,020,265.90	6,441,901.70
资本支出	1,898,064.20	2,024,780.40	4,329,096.70	1,971,126.40
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率（%）	9.90	9.77	9.95	8.87
期间费用率（%）	6.02	5.77	5.59	4.68
EBITDA 利润率（%）	5.10	5.46	5.19	--
总资产收益率（%）	3.14	3.67	3.53	--
净资产收益率（%）	8.90	10.85	9.76	8.88*
流动比率（X）	1.05	1.05	1.05	1.03
速动比率（X）	0.61	0.58	0.60	0.57
存货周转率(X)	2.57	2.59	2.76	2.69*
应收账款周转率（X）	6.80	8.07	9.14	8.10*
资产负债率（%）	76.43	76.76	73.90	74.30
总资本化比率（%）	52.02	53.95	50.44	52.94
短期债务/总债务（%）	65.11	60.08	48.88	55.41
经营活动净现金流/总债务（X）	0.05	0.08	0.10	-0.31*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.08	0.13	0.20	-0.57*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.42	2.10	2.76	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	-0.28	2.14	4.02	--
总债务/EBITDA（X）	6.38	6.18	6.30	--
EBITDA/短期债务（X）	0.24	0.27	0.32	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.47	4.40	4.51	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.33	3.47	3.55	--

注：2021 年半年度财报未经审计；中诚信国际分析时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，将信用减值损失计入资产减值损失，将研发费用计入管理费用，将应付票据计入总债务；带*指标已经年化处理；因缺少数据，部分指标无法计算。

附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
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	
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/交易性金融负债+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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=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-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业总收入—营业成本）/营业总收入
	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
	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-税金及附加-期间费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
EBIT 利润率	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	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=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
	FCF	=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）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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”。

附六：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。