

中国铁建投资集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 11 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。
- 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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0231 号

中国铁建投资集团有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 中铁建投 MTN001”、“20 中铁建投 MTN002”、“21 中铁建投 MTN001”、“21 中铁建投 MTN002”、“19 铁投 01”、“20 铁投 G1”、“20 铁投 G2”、“20 铁投 G3”、“21 铁投 01”、“21 铁投 Y1”、“21 铁投 Y2”和“22 铁投 Y1”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

二零二二年五月十一日

评级观点：中诚信国际维持中国铁建投资集团有限公司（以下简称“中国铁建投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 中铁建投 MTN001”、“20 中铁建投 MTN002”、“21 中铁建投 MTN001”、“21 中铁建投 MTN002”、“19 铁投 01”、“20 铁投 G1”、“20 铁投 G2”、“20 铁投 G3”、“21 铁投 01”、“21 铁投 Y1”、“21 铁投 Y2”和“22 铁投 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了全面推进乡村振兴等行业政策将为中国铁建投资集团有限公司带来良好的发展机遇、公司战略地位突出且获得控股股东的大力支持、项目储备充足、投资业务多元化发展以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司未来投资规模较大、债务水平或将持续上升以及 BOT/PPP 项目运营和回款周期较长且运营效果存在不确定性等因素对其经营及整体信用状况的影响。

概况数据

中国铁建投资（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	1,205.77	1,422.52	1,478.98
所有者权益合计（亿元）	267.61	302.29	342.25
总负债（亿元）	938.16	1,120.24	1,136.73
总债务（亿元）	696.02	828.58	849.24
营业总收入（亿元）	276.34	323.10	355.16
净利润（亿元）	9.79	21.44	22.93
EBIT（亿元）	37.59	49.36	57.26
EBITDA（亿元）	38.32	51.01	59.86
经营活动净现金流（亿元）	69.34	37.72	25.41
营业毛利率(%)	15.86	13.62	17.02
总资产收益率(%)	3.39	3.76	3.95
资产负债率(%)	77.81	78.75	76.86
总资本化比率(%)	72.23	73.27	71.28
总债务/EBITDA(X)	18.16	16.24	14.19
EBITDA 利息倍数(X)	1.43	1.74	1.81

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：建筑(C180000_2019_04)

中国铁建投资集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(20%)	EBITDA 利润率(%)*	15.50	10
	净资产收益率(%)	7.11	6
	现金周转天数(天)	47.14	7
财务政策与偿债能力(20%)	总资本化比率(%)	71.28	5
	经营活动现金流入/短期债务(X)	1.48	2
	总债务/EBITDA(X)*	16.20	5
规模与多元化(45%)	营业总收入(亿元)	355.16	8
	净资产(亿元)	342.25	10
	项目储备	10	10
运营实力(15%)	多元化经营	10	10
	市场地位与准入壁垒	10	10
	技术实力及资质	10	10
打分结果			aa+
BCA			aa+
支持评级调整			1
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、产业链多元化及协同效应等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **全面推进乡村振兴等行业政策将为公司带来良好的发展机遇。**伴随着全面推进乡村振兴、国家综合立体交通网规划纲要等一系列政策的发布，公司迎来良好的业务发展机遇。

■ **公司战略地位突出，获得控股股东的大力支持。**公司是中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）下属最大的专业化投资实体，战略地位显著。自成立以来在业务和资金等方面持续获得控股股东的大力支持。

■ **项目储备充足，投资业务多元化发展。**2021 年公司继续加大新项目承揽力度，新签合同总额为 2,860.69 亿元，同比快速增长，且前期项目储备较为充足。除传统的基础设施建设项目外，公司亦积极拓展城市综合开发等项目，实现投资业务结构多元化发展。

■ **融资渠道畅通。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年末，共获得各金融机构综合授信额度 1,476.05 亿元，其中未使用额度 718.90 亿元，具有极强的财务弹性。

关注

■ **未来投资规模较大，债务水平或将持续上升。**公司业务主要以基建投资和城市综合开发为主，待建项目总投资规模较大，项目建设所需资金以外部债务融资为主，随着待建项目的推进，其债务水平或将有所上升。

■ **BOT/PPP 项目运营及回款周期较长，后期运营效果存在不确定性。**BOT/PPP 项目系公司目前最主要的投资业务模式，而该类项目的运营及回款周期均较长，后期运营效果存在不确定性。

评级展望

中诚信国际认为，中国铁建投资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。**受监管政策变化等因素影响，投融资项目后期运营回款显著恶化，债务周转困难导致流动性压力显著增大等。

评级历史关键信息

中国铁建投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 中铁建投 MTN002 (AAA)	2021/8/10	刘莹、刘冠男	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 中铁建投 MTN001 (AAA) 20 中铁建投 MTN002 (AAA) 21 中铁建投 MTN001 (AAA)	2021/6/25	刘莹、刘冠男	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	21 中铁建投 MTN001 (AAA)	2021/3/22	刘莹、谭婕妤	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2019_04	--
AAA/稳定	20 中铁建投 MTN002 (AAA)	2020/12/17	刘莹、谭婕妤	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 中铁建投 MTN001 (AAA)	2020/11/27	刘莹、谭婕妤	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2019_04	阅读全文

同行业比较

2021 年部分建筑投资平台企业主要指标对比表					
公司名称	债务总额 (亿元)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
中交投资	659.08	1,359.47	68.45	132.69	28.17
中电建路桥	911.37	1,875.50	75.84	439.15	10.80
中国铁建投资	849.24	1,478.98	76.86	355.16	22.93

注：“中交投资”为“中交投资有限公司”简称；“中电建路桥”为“中电建路桥集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 铁投 01	AAA	AAA	2021/6/25	12.00	12.00	2019/4/10~2024/4/10 (3+2)	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 铁投 G1	AAA	AAA	2021/6/25	8.00	8.00	2020/3/12~2025/3/12 (3+2)	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 铁投 G2	AAA	AAA	2021/6/25	6.00	6.00	2020/3/12~2027/3/12 (5+2)	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 铁投 G3	AAA	AAA	2021/6/25	5.00	5.00	2020/3/17~2025/3/17 (3+2)	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 中铁建投 MTN001	AAA	AAA	2021/6/25	15.00	15.00	2020/12/9~2022/12/9 (2+N)	续期选择权、赎回选择权、利息递延支付选择权
20 中铁建投 MTN002	AAA	AAA	2021/6/25	15.00	15.00	2020/12/25~2022/12/25 (2+N)	续期选择权、赎回选择权、利息递延支付选择权
21 中铁建投 MTN001	AAA	AAA	2021/6/25	20.00	20.00	2021/3/26~2023/3/26 (2+N)	续期选择权、赎回选择权、利息递延支付选择权
21 中铁建投 MTN002	AAA	AAA	2021/8/10	18.00	18.00	2021/8/20~2024/8/20 (3+N)	续期选择权、赎回选择权、利息递延支付选择权
21 铁投 01	AAA	AAA	2021/10/11	20.00	20.00	2021/10/18~2024/10/18	无
21 铁投 Y1	AAA	AAA	2021/12/10	10.00	10.00	2021/12/20~2023/12/20 (2+N)	续期选择权、赎回选择权、利息递延支付选择权
21 铁投 Y2	AAA	AAA	2021/12/10	5.00	5.00	2021/12/20~2026/12/20 (5+N)	续期选择权、赎回选择权、利息递延支付选择权
22 铁投 Y1	AAA	AAA	2022/1/18	10.00	10.00	2022/1/25~2025/1/25 (3+N)	续期选择权、赎回选择权、利息递延支付选择权

注：“20 铁投 G1”为中国铁建投资集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一），“20 铁投 G2”为中国铁建投资集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）；“21 铁投 Y1”为中国铁建投资集团有限公司 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），“21 铁投 Y2”为中国铁建投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）（品种二）。

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。

募集资金使用情况

根据《中国铁建投资集团有限公司公司债券年度报告（2021）》，截至2021年末，“19铁投01”、“20铁投G1”、“20铁投G2”、“20铁投G3”、“21铁投01”、“21铁投Y1”和“21铁投Y2”募集资金均已按照募集说明书约定的用途使用完毕。

根据发行人反馈，截至2022年4月30日，“22铁投Y1”募集资金均已按照募集说明书约定的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末

持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应当适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力

并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

全面推进乡村振兴、国家综合立体交通网规划、大力支持新基建等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2021年以来国家陆续出台相关鼓励政策。2月21日，中共中央、国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见指出，要求在脱贫地区建设一批区域性和跨区域性重点基础设施工程，并加强乡村公共基础社会建设和危旧基础设施改造提升。2月24日，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出到2035年，打造“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖）和“全球123快货物流圈”（国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达），国家综合立体交通网实体线网总规模合计70万公里¹左右。12月，交通运输部印发《数字交通“十四五”发展规划》，目标是到2025年，数字交通体系深入推进，“一脑、五网、

两体系”的发展格局基本建成，交通新基建取得重要进展。同月，中央经济工作会议提出积极的财政政策，“适度超前”开展基础设施投资，支持水利、交通、生态环保、农业农村、市政和新型基础设施建设将对基建投资形成一定支撑。

中诚信国际认为，随着国家政策的大力支持，全面实施乡村振兴战略，5G基建、高铁、新能源等新基建和“两新一重”（新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程）等领域、以长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝等国家战略城市群区域为核心的城际轨道交通网建设以及城市内部各地之间的信息基础设施和各类公共设施建设将迎来结构性投资机会，可为相关基建施工企业的发展提供一定支撑。

PPP模式已进入政策规范和风险控制的高质量发展阶段，但PPP项目具有投资金额大、投资回收期长等特点，对建筑企业的投融资管理能力提出了更高要求

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项目的规范化运作和实际落地率的提

¹ 不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、油路里程。

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 年末，全国 PPP 综合信息平台项目管理库累计入库项目共计 10,243 个，总投资额 16.2 万亿元；累计签约落地项目共 7,683 个，投资额 12.8 万亿元，落地率 79.0%；累计开工项目 4,804 个，投资额 7.6 万亿元，落地项目开工率 47.2%。从财政承受能力来看，全国 2,759 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 1,990 个行政区低于 7% 预警线，1,534 个行政区低于 5%，而 41 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，但整体来看，整个市场上优质 PPP 项目增量呈逐步下降态势，部分企业正逐步探索新的投融资业务模式以带动施工业务发展。

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。

公司业务拓展力度大，新签合同额快速增长，较为充足的项目储备为收入的稳定增长提供支撑

基础设施建设是中国铁建工程承包业务的重要板块，亦是公司的核心投资领域。受益于国家路网的不断完善以及城市化进程加快带来的对市政、城市道路及轨道交通等领域建设需求的上升，公司自成立以来不断加大基础设施投资力度，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，且项目利润率高于单纯的工程承包业务，是公司重要的利润来源。

2021 年以来，国家对基础设施建设的鼓励政策相继出台，公司积极响应政策号召，继续加大新项目承揽力度，新签合同额同比增幅较大。其中，公司新签城市综合开发项目较多，当年承揽唐山市原点和东部片区集中改造提升项目、泰州市太湖生态提质项目和重庆市江州湾片区开发项目等，主要为参股模式，且多为建设期超过 10 年的滚动开发项目，公司无需一次性支付大额投资支出，短期内资金压力尚可。整体来看，近年公司新签项目量增幅较大，在手项目规模能够为公司未来收入形成良好支撑。

表 1：近年来公司基础设施投资新签合同额概况（亿元）

项目类型	2019	2020	2021
BOT	41.26	308.18	18.86
PPP	297.05	430.53	464.08
EPC	254.07	--	289.34
城市综合开发	239.22	1,434.62	2,088.41
新签合同总额	831.60	2,173.34	2,860.69

注：2020 年公司未单独统计 EPC 项目新签数据，统一计入 BOT 新签合同额；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

运营模式方面，公司主要负责项目的承揽、投资以及后期的回款及运营管理等，项目的施工建设则由中国铁建下属其他以工程施工为主的子公司进行参股建设。项目利润由总承包管理费和投资收益构成，建筑业全面推行“营改增”后，为进一步匹配工程项目实施及后续利润结转，公司取得施工总承包相关资质，运营模式趋于完善。

由于基础设施建设单体项目投资金额较大，初期对项目的筛选及评审将直接影响到项目后期的综合收益水平，因此公司在项目筛选方面设有严格

的审批流程及规范制度，严格审查业主信誉及资金实力、项目回购条款、投资收益率等多个方面，并要求风险控制部门介入前期论证阶段，此外投资项目还需报送中国铁建进行审批。随着 PPP 相关政策的趋严，公司从项目自身合规性以及投资选择标准和决策流程等多个方面实施更加严格的管控，以实现在源头上对项目风险的把控。

在建 BOT/PPP 项目为公司培育经营性资产的同时具有较大的预计投资额，公司未来将面临一定投融资压力；2021 年已投运高速公路经营情况有所好转

公司承揽的 BOT/PPP 业务以高速公路运营项目为主，2021 年新增梧州-乐业公路鱼峰至宜州段、鹿寨-钦州港公路柳州至覃塘段 2 个控股 PPP 项目，控股在建资本运营项目规模进一步扩大，后续面临较大的投融资压力。为降低资金压力、盘活存量资

产，近年来公司已将部分进入运营期的项目进行股权转让，其中，2021 年公司可将成都经济区环线高速公路德阳-简阳段项目控股权对外转让。截至 2021 年末，公司在手 PPP 项目均已纳入财政部项目数据库。

表 2：截至 2021 年末公司在手 BOT/PPP 项目情况（个、亿元）

项目类型	数量	预计总投资	累计投资
BOT 项目：	15	942.81	627.63
控股项目	8	847.12	550.69
参股项目	7	95.69	76.94
PPP 项目：	34	928.49	323.52
控股项目	5	518.94	155.99
参股项目	29	409.55	167.53
合计	49	1,871.30	951.15

注：控股项目预计总投资及累计投资额为全口径统计，包含资本金出资及贷款资金投入；参股项目预计总投资和累计投资额根据公司股权比例统计。

资料来源：公司提供

表 3：截至 2021 年末公司控股公路运营 BOT/PPP 项目概况（公里、亿元、%）

项目名称	运营里程	预计总投资	累计完成投资	股权比例	运营周期	状态	回款机制
BOT 项目：							
岑溪（粤桂界）至大新公路（玉林至横县段）、岑溪（粤桂界）至大新公路（珠海至玉林（广西段））项目	108.20	247.56	10.03	51.00	30 年	在建	--
成都 G0511 线德阳-都江堰高速公路项目	109.48	150.43	149.94	62.92	29 年 11 月	试运营	--
成都经济区环线高速公路简阳至蒲江段项目	126.33	156.79	147.77	80.00	30 年	运营	--
湖南省安乡至慈利高速公路项目	121.31	105.25	103.90	99.50	29 年 9 月	运营	--
广西资源至兴安高速公路项目	82.66	88.45	88.45	80.00	30 年	运营	--
贵州赤水至望谟高速公路安顺至紫云段项目	56.03	48.69	48.69	99.80	30 年	运营	--
合计	604.01	797.17	548.78	--	--	--	--
PPP 项目：							
梧州-乐业公路鱼峰至宜州段	115.05	206.08	--	60.00	30 年	在建	可行性缺口补助
鹿寨-钦州港公路柳州至覃塘段	111.34	132.23	--	60.00	30 年	在建	可行性缺口补助
北京兴延高速公路项目	42.20	130.96	123.87	50.80	25 年	运营	可行性缺口补助
河南省兰考至原阳高速公路封丘至原阳段	67.46	55.41	24.53	86.00	40 年	在建	可行性缺口补助
韶山市旅游主干道及两厢提质改造项目	--	8.46	7.59	89.00	10 年	在建	政府付费
合计	336.05	533.14	155.99	--	--	--	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；公司在手控股 BOT 项目还包括广西资源县八角寨 5A 景区旅游开发项目和台山市大广海湾基础设施综合开发项目，上述项目非高速公路运营业务。

资料来源：公司提供

BOT/PPP 项目建设和运营周期均较长，且高速公路通常需要经过一定的经营培育期，投运初期面临较大资本支出压力。截至 2021 年末，公司运营的控股高速公路项目共 6 个，均处于经营培育期，其中成都 G0511 线德阳-都江堰高速公路于 2021 年 10 月开始试运营，目前暂未收取通行费；受益于周边路网及配套设施的逐步完善，以及新冠疫情期间免收通行费政策结束，其余 5 条高速公路 2021 年合计实现通行费收入 8.64 亿元，同比增长约 140%。从长期债务到期情况来看，因目前仍处于项目贷款宽限期，2022~2024 年本金偿付压力较小，但仍需支付一定规模的利息。未来随着路网的逐步完善，高速公路逐渐进入路产成熟期，预计通行费收入有

较大上升空间，盈利能力或将有所提升。

中诚信国际认为，基础设施资本运营项目的持续拓展能够为公司培育经营性资产，但同时，中诚信国际关注到 BOT/PPP 项目具有投资规模大、建设周期长、工期和质量要求严等特点，项目运营相比于传统工程承包业务面临更大的成本风险、收款风险和项目运营风险，亦使公司面临较大的资本支出压力，且公司部分在手项目尚未进入运营期，加之 PPP 模式监管政策趋严且项目回款周期较长，对公司的资金管理及风险管控能力提出了更高要求，中诚信国际将对公司投融资项目拓展及运营情况保持关注。

表 4：2022~2024 年公司投运高速公路本息偿付情况（亿元）

项目名称	2021 年末累计 债务	2022		2023		2024	
		本金	利息	本金	利息	本金	利息
广西资源至兴安高速公路	69.53	0.30	2.37	0.40	3.27	0.70	3.32
成都经济区环线高速公路简阳至蒲江段	114.21	1.93	3.84	2.78	5.05	2.79	4.93
贵州赤水至望谟高速公路安顺至紫云段	33.65	0.10	1.22	0.10	1.63	0.12	1.63
北京兴延高速公路	41.14	0.21	1.82	0.28	2.31	0.49	2.31
湖南省安乡至慈利高速公路	67.30	0.01	2.59	0.02	3.35	0.04	3.35
合计	325.83	2.55	11.84	3.58	15.62	4.14	15.53

资料来源：公司提供

城市综合开发板块较高的投资支出规模或将继续推高公司债务水平；若后续土地出让情况不达预期，将对公司资金周转产生较大压力，同时房地产业务未来去化情况有待关注

城市综合开发及地产开发业务是公司第二大投资领域，主要包括四种运营模式：一是以城市综合开发、棚户区改造项目为重点的城市区域改造和更新模式；二是板块间联动模式，以基础设施投资项目换取优质土地进行地产开发；三是城市建设运营模式，以城市综合开发项目为载体，通过与地产项目联动开发扮演城市建设综合运营商角色；四是城市综合体模式，选择大型城市的优质地段参与城市综合体开发，适当持有部分优质资产长期经营。

2021 年公司新签参股城市综合开发项目较多，但未新增控股项目。受政府城市规划调整等因素影响，2021 年以来北京太子峪项目、青岛市北区滨海新区总部大道项目和信阳智慧城等项目建设进度不达预期，但公司已相应延缓投资进度，未造成项目占款增加。截至 2021 年末，公司控股城市综合开发项目数量较少，但单个项目投资规模均较大，且多处于初期阶段，未来仍需较大规模的资本支出，随着项目的推进建设，公司有息债务或将进一步增加。

中诚信国际认为，城市综合开发一般采取分块滚动开发模式，项目开发周期相对较长，一定程度降低了开发资金的占用，但项目推进带来的累计投资规模的增加或将使得公司对外融资需求上升，亦

对其财务和资金管理提出更高要求；此外，若项目开发进展及土地出让和后续运营情况不达预期，或将对公司经营和资金周转产生不利影响。

表 5：截至 2021 年末公司控股城市综合开发项目情况（亿元、%、亩）

项目名称	预计投资总额	累计投资总额	股权比例	土地开发总面积	预计开发周期
北京太子峪项目	149.82	0.52	94.00	4,029.75	-
珠海市西部中心城区 B 片区项目	98.48	42.85	100.00	9,285.00	56 个月
信阳智慧城项目	80.00	12.08	90.00	18,090.00	60 个月
珠海市西部中心城区 A 片区项目	76.54	55.89	60.00	6,030.00	56 个月
张家口棚改项目	75.06	14.72	80.00	3,226.70	3 年
江宁区江宁街道新市镇建设项目	37.59	29.95	80.00	1,065.00	合作开发期 10 年
青岛市北区滨海新区总部大道项目	33.10	9.63	100.00	203.46	3 年
合计	550.59	165.64	--	41,929.91	--

资料来源：公司提供

公司房地产开发业务主要以土地一级开发项目为载体，产品业态涵盖商业、办公楼和住宅等，另涉及政府保障房项目，在手项目主要位于珠三角、京津冀等地区，区位优势较为显著。2021 年，珠海铁建大厦、温州铁建城和珠海梧桐苑项目均实现良

好的销售回款，随着在建项目逐步进入销售期，房地产板块未来有望为公司贡献较好的现金回流。同时，近年来国家对房地产行业的调控政策趋严，加之受到宏观经济总体下行等因素影响，公司房地产板块未来销售去化情况有待关注。

表 6：截至 2021 年末公司控股房地产开发项目情况（亿元、%）

项目名称	预计投资总额	累计投资总额	股权比例	业态
广州华南区域总部项目	93.33	26.65	50.00	超高层商业综合体
珠海 54#地块项目	51.43	23.44	100.00	超高层商业综合体
青岛青啤地块项目	50.88	25.88	100.00	住宅和商业
天津东丽项目	43.57	10.65	100.00	住宅、公寓、商业
北京程庄路项目	39.08	--	100.00	安置房
珠海铁建大厦项目	31.60	23.08	100.00	超高层商业综合体
珠海铁建城项目	28.44	24.71	100.00	住宅和小学
温州铁建城项目	28.43	25.33	50.00	安置房
宿州陈营孜棚改项目	26.04	--	51.00	安置房
珠海总部生活基地	25.48	12.27	100.00	住宅
珠海梧桐苑项目	24.62	22.22	100.00	中式高档社区
珠海未来城项目	18.35	11.03	50.00	住宅和小学
北京市太子峪村集体土地租赁房项目	12.81	2.50	100.00	住宅，建设期 4 年，运营期 50 年
珠海斗门 08#地块项目	9.54	9.23	70.00	住宅和幼儿园
张家口铁建城项目	3.43	2.63	60.00	住宅
合计	487.03	219.62	--	--

资料来源：公司提供

在手 BT 项目未来投资规模可控，但前期资金投入规模大，需对未来回款情况保持关注

截至 2021 年末，公司在手 BT 项目 2 个，系公司自主招投标承揽，后续投资支出压力较小，其中重庆市轨道交通环线二期（上浩-重庆西）项目系提前进入回购期，湛江市东海岛石化产业园区围堰工

程（A4-2 区、B 区）投资建设项目已基本完成回购。中诚信国际认为，BT 项目先期垫付资金规模较大，地方政府业主一旦出现违约或逾期支付回购款项，将会对公司构成较大的资金压力及流动性风险；加之近年来地方政府资金来源渠道受到限制，政府筹资难度有所加大，BT 项目回购风险上升。中诚信国际将对公司 BT 项目的回款情况保持关注。

表 7：截至 2021 年末公司在手 BT 项目投资和回购情况（%、亿元）

项目名称	股权比例	计划总投资额	已完成投资额	已完成回购额
重庆市轨道交通环线二期（上浩-重庆西）项目	100	92.83	81.14	69.50
湛江市东海岛石化产业园区围堰工程（A4-2 区、B 区）投资建设项目	90	23.04	20.94	22.99
合计	--	115.87	102.08	92.49

资料来源：公司提供

财务分析

以下财务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）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告。中诚信国际分析时采用的 2019~2021 年财务数据均为审计报告期末数。

部分房地产项目竣工交房，房地产收入增加；受在手项目的阶段性开发等因素影响，营业毛利率有所回升；毛利润规模扩大使得经营性业务利润保持增长趋势，盈利能力保持较好水平

公司营业总收入快速增长，其中以公路、城市轨道交通和市政项目为主的工程承包业务系最主要的收入来源，收入占比维持在 75% 以上；同时，城市综合开发收入亦为整体收入规模的提升提供重要支撑，但 2020 年以来受项目开发的阶段性波动影响，收入略有下滑。2021 年，珠海铁建大厦、珠海梧桐苑等房地产项目竣工交房达到收入确认条件，公司合计确认销售收入 18.04 亿元，带动以房地产销售为主的其他收入大幅增长。

表 8：公司各业务板块收入情况（亿元）

	2019	2020	2021
工程承包	208.00	265.46	282.10
城市综合开发	57.79	51.51	45.39
其他	10.55	6.13	27.67
营业总收入	276.34	323.10	355.16

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；其他收入主要包括房地产开发收入和高速公路通行费收入。

资料来源：公司提供

毛利率方面，工程施工和城市综合开发板块在手项目收益率水平有所差异，且各年份项目建设进度不同使得毛利率存在波动。2021 年城市综合开发板块毛利率较上年变化不大；同期，受益于部分利润空间较大的项目建设进度加快，工程承包板块毛

利率处于高位，加之房地产业务毛利率水平较高，共同带动公司营业毛利率回升。

表 9：近年来公司主要板块毛利率情况（%）

	2019	2020	2021
工程承包	12.09	12.39	15.37
城市综合开发	25.89	16.18	15.68
营业毛利率	15.86	13.62	17.02

资料来源：公司提供

期间费用方面，2021 年公司多个房地产项目进入预售阶段，广告宣传投入增加，使得销售费用同比增长；同期，公司各业务板块均加大新项目拓展力度，员工数量及业务规模持续扩大，以职工薪酬为主的管理费用随之增加。为满足在手项目新增投资需求，2021 年公司新增有息债务较多，加之在建 BOT/PPP 项目逐步进入运营期，部分资本化利息支出转为费用化处理，费用化利息增加带动财务费用大幅增长。上述因素的综合影响下，2021 年公司期间费用率同比上升较多。

公司利润总额主要源自经营性业务利润，随着在手基础设施建设项目和城市综合开发项目的持续推进以及房地产项目的竣工交付，2021 年经营性业务利润继续增长，加之子公司分红为主的投资收益对利润形成补充，利润总额保持增长趋势。但同期公司债权投资项目计提信用减值损失 5.16 亿元，对利润形成侵蚀。受益于利润增长，2021 年 EBITDA 利润率继续上升，但因公司权益规模扩大，净资产收益率略有下滑。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021
销售费用	0.19	0.40	0.89
管理费用	3.39	3.69	4.90
财务费用	12.88	11.24	16.48
期间费用合计	16.46	15.33	22.27
期间费用率	5.96	4.74	6.27

经营性业务利润	27.48	28.82	36.95
资产减值损失	12.37	0.35	5.17
投资收益	2.44	1.85	3.29
利润总额	17.40	28.69	31.80
EBITDA 利润率	13.87	15.79	16.85
净资产收益率	4.01	7.52	7.11

注：中诚信国际分析时将“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”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产和负债规模随投融资主业的发展而快速扩大，永续债的发行带动所有者权益进一步增长，财务杠杆比率有所回落

投资规模的扩大带动公司资产总额快速增长，以投资长期资本运营项目为主的业务结构使得非流动资产在总资产中的占比保持在 75% 以上，主要包括长期应收款、长期股权投资、无形资产和其他非流动资产等。公司长期应收款和其他非流动资产主要为 PPP 项目和城市综合开发项目投资款以及一年以上 BT 项目回购款。2021 年末，根据新会计准则要求²，公司将部分 PPP 项目投资款由长期应收款调整至其他非流动资产，使得上述科目余额同比变化较大。无形资产主要为高速公路特许经营权，2021 年公司将成都经济区环线高速公路德阳-简阳段项目控股权对外转让，相应减少该项目特许经营权 122.75 亿元，年末无形资产同比降幅较大。长期股权投资主要为对参股资本运营项目和地产项目的投资，随着新项目的不断承揽，公司对外参股投资持续增加，2021 年末长期股权投资同比大幅增长。中诚信国际将对公司参股项目投资回报情况保持关注。

流动资产方面，公司受限货币资金较少，2021 年末仅为 30 万元保证金，受限比例很低。其他应收款主要为向参股项目公司提供的股东借款。存货主要为房地产开发成本和开发产品，随着持续的新项目拓展和在手项目的推进建设，存货规模快速增长。

所有者权益方面，2021 年以来公司发行两期可续期中期票据和一期可续期公司债券，合计募集资金

53 亿元，其他权益工具余额随之增长。受益于此，公司所有者权益规模有所提升，资产负债率和总资本化比率整体略有回落。

表 11：近年来公司主要资产、负债和权益情况

(亿元、%)

	2019	2020	2021
货币资金	41.63	15.28	18.15
其他应收款	61.07	116.97	108.07
存货	57.62	100.34	162.16
长期应收款	183.36	194.99	73.43
长期股权投资	100.90	150.49	220.14
无形资产	517.62	583.63	488.63
其他非流动资产	81.24	117.55	218.03
总资产	1,205.77	1,422.52	1,478.98
短期借款	196.56	200.60	239.58
应付账款	112.08	129.31	122.04
长期借款	439.58	525.41	496.72
总负债	938.16	1,120.24	1,136.73
实收资本	120.67	120.67	120.67
其他权益工具	64.94	94.90	135.87
未分配利润	33.93	30.57	28.45
所有者权益	267.61	302.29	342.25
资产负债率	77.81	78.75	76.86
总资本化比率	72.23	73.27	71.28

注：中诚信国际分析时将“合同资产”计入“存货”；将“使用权资产”计入“无形资产”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

很强的筹资能力能够为投资扩张提供支撑；以长期为主的债务结构与投资项目资金需求匹配较好，未来仍面临债务上升压力

近年来公司房地产业务规模逐年扩大，新项目建设期投资增加，使得经营活动净现金流呈下降趋势。随着投融资主业的推进，以 BOT、PPP 项目及股权项目投资支出为主的投资活动现金流出现规模保持在较高水平，使得投资活动现金流持续呈净流出态势。公司主要通过银行借款及发行债券等融资方式补足投资业务资金缺口，近年来筹资活动净现金流保持较大规模，能够为业务扩张提供有力支撑。

表 12：近年来公司现金流情况 (亿元)

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	69.34	37.72	25.41
投资活动净现金流	-223.36	-174.85	-118.46

对政府和社会资本合作(PPP)项目合同的列报及相关会计处理规定。

² 2021 年 1 月，财政部发布《企业会计准则解释第 14 号》，明确了关于社会资本方

筹资活动净现金流	155.44	111.91	98.40
----------	--------	--------	-------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

以 BT、BOT 和 PPP 等投资为主的业务特性决定了公司高杠杆经营的特征。随着基础设施资本运营主业规模的扩大，公司有息债务亦较快增长，且在手项目的持续推进使得债务水平未来仍面临进一步增长的压力。为控制债务规模，2021 年公司将成都经济区环线高速公路德阳-简阳段项目控股权对外转让，有息债务相应减少约 90 亿元。从债务结构来看，由于资本运营项目存在投资大、经营及回款周期长等特点，公司债务以质押借款和信用借款等长期债务为主，与项目融资需求匹配程度较好。

偿债能力方面，公司货币资金对短期债务的覆盖程度较低；受益于利润总额的增长，2021 年 EBITDA 对债务本息的保障能力持续增强；但同期，经营活动净现金流减少，对债务本息的保障程度有所下降。

整体来看，公司运营持续稳定，未来虽面临一定的投资支出压力和息债务进一步上升的压力，但筹资能力强，能够覆盖部分投资需求，且 EBITDA 对债务本息的保障能力有所提升，未使用授信额度充足，公司偿债能力很强。

表 13：近年来公司有息债务及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
短期债务	231.77	254.12	281.53
总债务	696.02	828.58	849.24
货币资金/短期债务	0.18	0.06	0.06
经营活动现金流入/短期债务	1.37	1.39	1.48
经营活动净现金流/总债务	0.10	0.05	0.03
经营活动净现金流/利息支出	2.58	1.29	0.77
总债务/EBITDA	18.16	16.24	14.19
EBITDA 利息倍数	1.43	1.74	1.81

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，担保代偿风险较为可控，受限资产规模较大

截至 2021 年末，公司共获得金融机构授信额度 1,476.05 亿元，其中未使用额度为 718.90 亿元，

备用流动性充足，财务弹性极强。

截至 2021 年末，公司受限资产合计 626.18 亿元，占总资产的比重为 42.34%，主要系为取得借款抵押的特许经营权、其他非流动资产，受限资产占比较高，资产流动性偏弱。

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 5.55 亿元，系为关联企业中铁建铜冠投资有限公司提供的担保，担保余额占净资产的比例较低；同期末，公司不存在影响其正常生产经营的重大诉讼事项，或有风险较为可控。

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，2019~2022 年 2 月 24 日，公司借款均到期还本、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，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为中国铁建下属最大的专业化投资平台，公司在资金和业务等方面得到股东的大力支持

公司控股股东中国铁建是国务院国资委管理的特大型建筑企业，是我国大型工程承包商之一和大型海外工程承包商之一，亦是我国最大的两家铁路施工企业集团之一，连续入选美国《财富》杂志评选的世界 500 强企业，2021 年位列第 42 位；连续入选《美国工程新闻纪录》ENR 全球最大 250 家国际承包商行列，在 2021 年 ENR 公布的全球工程承包商排名中，位列第 11 名。中国铁建资质体系齐备，业务结构多元化发展且产业链完善，在铁路、公路和城市轨道等领域形成了以高速铁路、高原铁路、长大隧道、高大桥梁、超大直径盾构为代表的独具特色的设计施工技术，具有突出的行业地位和极强的市场竞争力，规模优势显著。

公司是中国铁建下属最大的专业化投资平台。截至 2021 年末，公司总资产占中国铁建资产的比重约为 15%，承担着以投资带动施工的重要角色，对中国铁建的投资业务具有巨大的拉动作用，同时

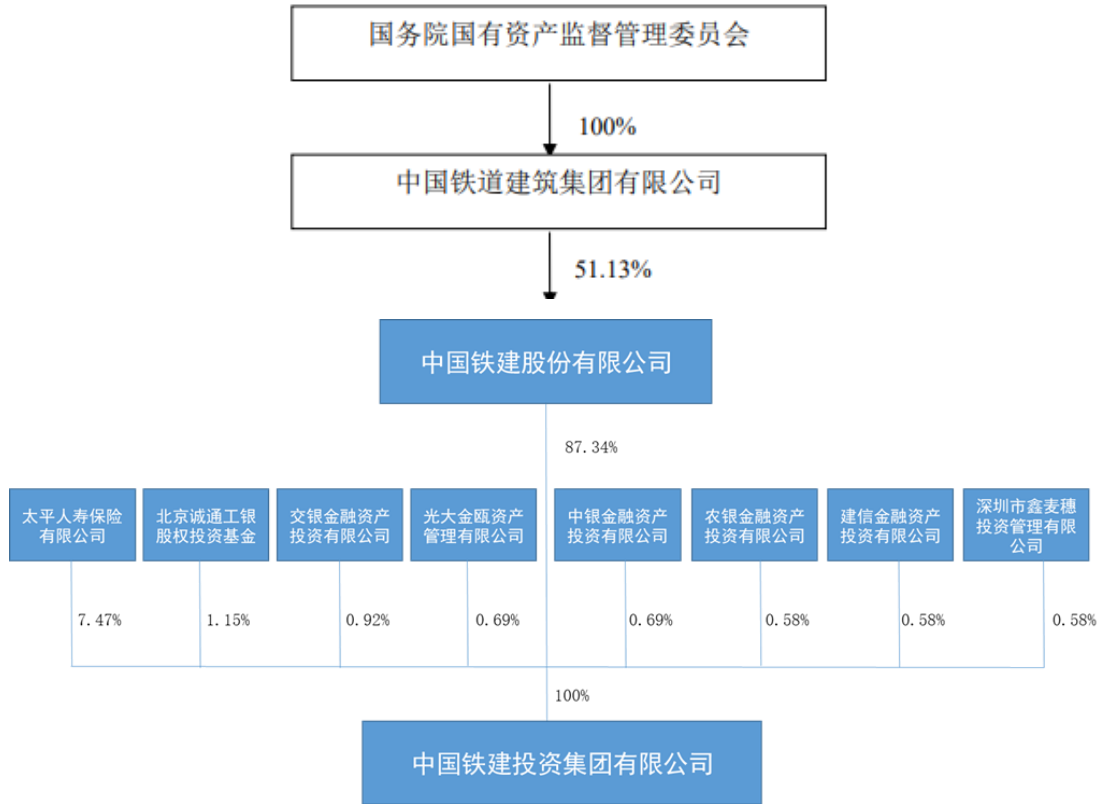
对控股股东的业务转型及利润提升具有重要意义，整体战略地位显著。

公司近年来获得了控股股东在资金和业务等多方面的大力支持。资金方面，2019年，在控股股东支持下，公司引入战略投资者以现金形式对公司增资，公司注册资本增加到120.67亿元，资本实力大幅增强；2021年以来，公司继续获得中国铁建及其财务公司提供的日常周转资金支持和授信支持等。业务方面，中国铁建将所持有的京沪高速济乐段BOT项目和重庆渝蓉高速BOT项目划入公司，由中国铁建投资负责后期的投融资及建设；中国铁建还将北京铁道大厦有限责任公司、京广铁路客运专线河南有限责任公司、川铁（泸州）铁路有限责任公司股权投资项目划转至公司；此外，公司在业务拓展过程中，可依托中国铁建在基础设施建设领域的丰富经验和品牌优势，与系统内其他兄弟单位形成良好协同，增强市场拓展实力。

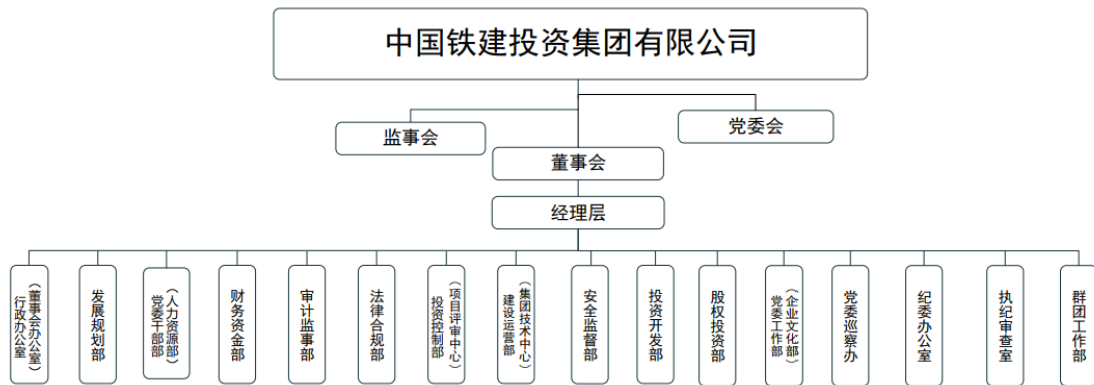
评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国铁建投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 中铁建投 MTN001”、“20 中铁建投 MTN002”、“21 中铁建投 MTN001”、“21 中铁建投 MTN002”、“19 铁投 01”、“20 铁投 G1”、“20 铁投 G2”、“20 铁投 G3”、“21 铁投 01”、“21 铁投 Y1”、“21 铁投 Y2”和“22 铁投 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中国铁建投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



主要子公司全称	持股比例
中铁建南方投资有限公司	100%
中铁建公路运营有限公司	100%
中铁建青岛投资有限公司	100%
中铁建珠海投资开发有限公司	100%
中铁建重庆轨道环线建设有限公司	100%



资料来源：公司提供

附二：中国铁建投资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）	2019	2020	2021
货币资金	416,291.75	152,813.74	181,532.47
应收账款净额	129,207.66	34,988.37	235,652.25
其他应收款	610,707.78	1,169,717.56	1,080,734.24
存货净额	576,153.91	1,003,369.99	1,621,556.61
长期投资	1,704,479.63	2,304,988.25	3,326,812.55
固定资产	11,955.97	11,549.70	62,237.24
在建工程	83,333.71	111,671.95	167,655.27
无形资产	5,176,158.75	5,836,306.74	4,886,254.55
总资产	12,057,725.76	14,225,218.30	14,789,806.35
其他应付款	464,709.92	489,722.23	580,398.63
短期债务	2,317,724.20	2,541,159.91	2,815,335.32
长期债务	4,642,431.95	5,744,645.28	5,677,055.87
总债务	6,960,156.15	8,285,805.19	8,492,391.18
净债务	6,543,864.40	8,132,991.45	8,310,858.71
总负债	9,381,643.66	11,202,362.73	11,367,275.25
费用化利息支出	201,929.21	206,727.31	254,596.42
资本化利息支出	66,482.73	85,692.52	76,997.61
所有者权益合计	2,676,082.10	3,022,855.57	3,422,531.10
营业总收入	2,763,395.46	3,231,045.56	3,551,602.22
经营性业务利润	274,807.22	288,201.50	369,473.24
投资收益	24,422.23	18,499.04	32,906.92
净利润	97,923.66	214,395.22	229,285.55
EBIT	375,884.14	493,623.86	572,622.30
EBITDA	383,209.23	510,130.80	598,565.53
经营活动产生现金净流量	693,433.28	377,226.76	254,142.04
投资活动产生现金净流量	-2,233,555.30	-1,748,522.88	-1,184,589.57
筹资活动产生现金净流量	1,554,402.63	1,119,089.42	983,968.33
资本支出	1,199,282.81	636,837.04	753,521.95
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	15.86	13.62	17.02
期间费用率(%)	5.96	4.74	6.27
EBITDA 利润率(%)	13.87	15.79	16.85
总资产收益率(%)	3.39	3.76	3.95
净资产收益率(%)	4.01	7.52	7.11
流动比率(X)	0.53	0.56	0.63
速动比率(X)	0.41	0.36	0.33
存货周转率(X)	4.41	3.53	2.25
应收账款周转率(X)	10.33	39.36	26.25
资产负债率(%)	77.81	78.75	76.86
总资本化比率(%)	72.23	73.27	71.28
短期债务/总债务(%)	33.30	30.67	33.15
经营活动净现金流/总债务(X)	0.10	0.05	0.03
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.30	0.15	0.09
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.58	1.29	0.77
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.08	-0.62	-3.42
总债务/EBITDA(X)	18.16	16.24	14.19
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.20	0.21
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.43	1.74	1.81
EBIT 利息保障倍数(X)	1.40	1.69	1.73

注：中诚信国际分析时，将“其他应付款”和“长期应付款”中的付息项调整至总债务，将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收款项”，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“应收款项融资”计入“应收票据”。

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)	=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
	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
	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/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。