

## 中铁隧道局集团有限公司 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：路滢超 [yichlu@ccxi.com.cn](mailto:yichlu@ccxi.com.cn)

项目组成员：李慧莹 [hlyi@ccxi.com.cn](mailto:hlyi@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 24 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](http://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 1207 号

## 中铁隧道局集团有限公司：

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 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“20 中铁隧道 MTN001”、“21 铁隧 Y1”和“21 铁隧 Y2”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

二零二二年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持中铁隧道局集团有限公司（以下简称“中铁隧道局”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 中铁隧道 MTN001”、“21 铁隧 Y1”和“21 铁隧 Y2”的债项信用等级为 **AAA**，该信用等级考虑了中国中铁提供的连带责任保证担保对上述债券还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了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，项目经验丰富，2021 年收入规模进一步扩大，融资渠道较为畅通以及担保人实力极强等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到建筑市场竞争激烈，公司铁路工程项目盈利波动较大，2021 年净利润同比下滑以及递延支付利息及赎回选择权条款等因素对公司经营及信整体用状况造成的影响。

## 概况数据

中铁隧道局（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产(亿元)	423.38	399.69	451.61	448.53
所有者权益合计(亿元)	60.23	74.85	93.62	95.27
总债务(亿元)	87.95	54.10	70.24	53.49
营业总收入(亿元)	439.34	460.47	542.29	130.74
净利润(亿元)	3.05	4.38	2.69	1.34
EBITDA(亿元)	18.84	12.21	11.46	--
经营活动净现金流(亿元)	20.04	12.64	9.35	-7.03
资产负债率(%)	85.77	81.27	79.27	78.76

中国中铁（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产(亿元)	10,561.86	12,001.22	13,617.26	14,105.13
所有者权益合计(亿元)	2,454.75	3,131.94	3,583.43	3,715.74
总债务(亿元)	2,875.82	3,187.12	3,795.81	4,206.24
营业总收入(亿元)	8,508.84	9,747.49	10,732.72	2,670.97
净利润(亿元)	253.78	272.49	304.70	83.07
EBITDA(亿元)	482.38	506.27	547.54	--
经营活动净现金流(亿元)	221.98	309.94	130.69	-493.99
资产负债率(%)	76.76	73.90	73.68	73.66

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；中诚信国际分析时将中铁隧道局的应付票据、租赁负债及其他应付款中的有息债务均调整至债务。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：建筑(C180000 2019\_04)

中铁隧道局集团有限公司打靶卡结果			
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(%)*	3.02	6
	净资产收益率(%)	3.19	4
	现金周转天数(天)	15.26	8
财务政策与偿债能力(20%)	总资本化比率(%)	42.86	10
	经营活动现金流入/短期债务(X)	10.28	8
	总债务/EBITDA(X)*	5.08	7
规模与多元化(45%)	营业总收入(亿元)	542.29	8
	净资产(亿元)	93.62	8
	项目储备	8	8
运营实力(15%)	多元化经营	8	8
	市场地位与准入壁垒	8	8
	技术实力及资质	8	8
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			2
评级模型级别			AA+
打靶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靶卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件、安全环保风险等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东和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

■ **雄厚的股东背景及有力的股东支持。**公司控股股东中国中铁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，项目经验丰富，2021 年收入规模进一步扩大。**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、隧道项目及 40 余个城市的轨道交通建设，积累了丰富的施工经验和技術优势，跟踪期内随着在手项目的推进，公司收入规模进一步扩大。

■ **融资渠道较为畅通。**截至 2022 年 3 月末，公司合并范围内共获得各银行综合授信总额 1,035.00 亿元，其中未使用授信额度为 671.00 亿元，银行融资渠道较为畅通。此外，2021 年来自中铁财务公司<sup>1</sup>的授信额度为 60 亿元。

■ **担保方实力极强。**“20 中铁隧道 MTN001”、“21 铁隧 Y1”和“21 铁隧 Y2”均由中国中铁提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中国中铁综合实力极强，可为上述债券的偿还提供有力支持。

## 关注

■ **建筑市场竞争激烈。**建筑行业准入门槛较低，参与企业众多，随着城镇化进程的放缓和地方政府债务的进一步防控，加之建筑企业在国家战略区域的布局加强，相关市场竞争或将日益激烈，建筑企业后续的业务承揽或面临一定的不确定性。

■ **铁路工程项目盈利波动较大，2021 年净利润下滑。**铁路工程具有单个标段投资额大、施工工期较长、征地拆迁规模大、定额差异大且易受材料及劳务成本波动影响、现场施工不可预见事件多等特点，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，且整体盈利能力较弱。2021 年，因铁路、轨交项目未及时调概，导致净利润同比下滑。

■ **递延支付利息及赎回选择权条款。**根据相关债券担保函约定，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，担保方不予代偿，对于此种情形下担保方不予代偿的情况提请注意。

## 评级展望

中诚信国际认为，中铁隧道局集团有限公司的信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**资本实力显著增强、经营及业务承揽规模大幅上升、盈利能力明显提升且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**经营及业务承揽规模大幅下降、业务回款情况明显弱化、盈利持续大幅下滑、债务过度扩张且投资回报率未及预期等。

<sup>1</sup> 指中铁财务有限责任公司的简称，下同。

**评级历史关键信息**

中铁隧道局集团有限公司					
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
AA+/稳定	20 中铁隧道 MTN001 (AAA)	2021/07/28	杨晨晖、杜佩珊	<a href="#">中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	20 中铁隧道 MTN001 (AAA)	2020/12/11	杨萱、战宇迪	<a href="#">中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2021 年部分建筑施工企业主要指标对比表						
公司名称	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)
中铁北京工程局集团有限公司	686.83	301.26	1.75	43.85	11.83	116
中铁二局集团有限公司	1,232.93	698.21	0.42	46.15	16.58	292
<b>中铁隧道局集团有限公司</b>	<b>948.58</b>	<b>542.29</b>	<b>3.19</b>	<b>42.86</b>	<b>5.08</b>	<b>135</b>

注：总债务/EBITDA 为三年平均数。

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
20 中铁隧道 MTN001	AAA	AAA	2021/07/28	12.00	12.00	2020/12/21~2022/12/21 (2+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回、利息递延、全额不可撤销连带责任保证担保、持有人救济
21 铁隧 Y1	AAA	AAA	2021/12/06	10.00	10.00	2021/12/27~2023/12/27 (2+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回、利息递延、全额不可撤销连带责任保证担保
21 铁隧 Y2	AAA	AAA	2021/12/06	10.00	10.00	2021/12/27~2024/12/27 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回、利息递延、全额不可撤销连带责任保证担保

## 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。

## 募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2021]3982号”批复，公司获准向专业投资者公开发行面值不超过（含）20亿元的可续期公司债券。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）为首期发行，品种一债券简称为“21铁隧Y1”，发行规模为10.00亿元，品种二债券简称为“21铁隧Y2”，发行规模为10.00亿元，上述债券拟扣除发行费用后均用于偿还有息债务。截至2022年3月末，上述债券的净募集资金已按时汇入募集资金专项账户，募集资金专项账户运行良好。

## 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，产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<sup>2</sup>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。

### 跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变更，治理结构未发生重大变化

股权结构方面，公司实际控制人、控股股东及相关持股比例未发生变化。截至2022年3月末，公司实收资本为29.98亿元，控股股东中国中铁持有公司100%股权，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。同时，2021年末，公司取得成都开辰锐融投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“成都开辰合伙企业”）及其子公司控制权，对其实缴资本3.45亿元。此外，公司对其他主要子公司的控制权无重大变化。

表1：截至2021年末公司主要子公司（亿元）

公司名称	注册资本	持股比例
中铁隧道股份有限公司	8.00	100%
中铁隧道集团一处有限公司	3.00	100%
中铁隧道集团二处有限公司	3.00	100%
中铁隧道集团三处有限公司	3.00	100%
中铁隧道局集团建设有限公司	1.80	100%
中铁隧道局集团路桥工程有限公司	1.80	100%
中铁隧道局集团国际工程有限公司	1.50	100%
成都开辰锐融投资合伙企业（有限合伙）	14.02	49.86%

注：公司可实际控制成都开辰合伙企业的财务及经营决策，故将其纳入

<sup>2</sup> 不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、油路里程。

合并报表范围，该公司主要系 PPP 产业投资基金。

资料来源：企业提供，中诚信国际整理

内部治理方面，公司已基本形成权责分明、有效制衡、协调运作的法人治理结构，跟踪期内未发生重大变化，内部控制依然有效运行。同时，2021年11月，公司总经理及部分董事、监事人员发生变更，系正常职务调整，新任人员仍由中国中铁提名。相关人事变动对公司治理结构、日常经营活动及控股权均未产生实质影响。跟踪期内，公司下属子公司资金仍每日归集至公司内部账户，公司则对中铁财务公司进行资金日归集。

### 跟踪期内，公司暂未新增特级资质，科技奖项和质量奖项进一步增加

截至2022年3月末，公司共拥有铁路工程、公路工程 and 市政公用工程3项施工总承包特级资质；以及铁道行业甲（II）级、公路行业甲级和市政行业甲级资质等多项施工设计相关资质，资质齐备且等级较高，跟踪期内未新增相关特级资质。

同期末，公司核心技术优势持续保持，科技和质量方面进一步创奖。截至2022年3月末，公司共有850余项科研成果通过鉴定、评审或验收，获得国家科技进步奖17项，省部级科技进步奖400余项；拥有国家级工法22项、省部级工法330项；获得中国专利优秀奖3项；累计获得鲁班奖23项、詹天佑奖42项、国家优质工程奖67项。

### 2021年公司新签合同额有所下降，但项目储备仍较为充足；大项目占比维持高位，市场布局较为分散

公司工程业务以独立承揽为主，少量由中国中铁承揽后分配至公司；对于部分全国性的大型铁路建设项目，中国中铁为避免系统内部竞争并增强整体竞争力，对下属各工程局进行协调管理，避免无序竞争。

2021年，公司新签合同额同比下降10.51%，主要系在公路、轨交和市政工程领域新签项目减少所致。一方面，2021年，地方政府投资安排趋缓，开标项目减少；另一方面，城市轨道交通项目审批

趋严，主要城市相关建设趋于饱和，城轨整体投资额有所下降。上述因素共同导致公司相关领域新签合同额有所减少。而川藏铁路的开工建设带动公司铁路工程新签合同额同比增长22.51%。此外，公司不断加大与地方政府及大型企业的战略合作，2021年通过开展PPP等投融资模式，新签了合同额为146亿元的洛阳市孟津区城镇一体化综合开发项目，带动房建工程大幅增长。

项目储备来看，截至2022年3月末，公司在手合同总额为1,742.50亿元，其中铁路、市政和轨道交通工程合同占比较高。多元化的业务类型和充足的项目储备可为公司后续发展提供一定支撑。

表 2：近年来公司新签合同额业务构成（亿元）

业务板块	2019	2020	2021	2022.1~3
铁路工程	51.85	207.78	254.56	2.67
公路工程	129.87	148.96	87.35	23.52
轨道交通	151.48	206.51	49.16	1.73
市政工程	224.42	251.38	199.35	28.85
房建工程	31.22	133.50	235.57	17.44
其他	110.53	111.87	122.58	77.93
合计	699.38	1,060.00	948.58	152.15

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

市场布局方面，公司业务已实现全国布局。2021年，公司在洛阳、武汉、兰州、西安等地接连获取大单，带动华中地区新签合同额大幅增长，成为占比最高的区域。其他区域市场承揽规模则呈现不同程度的下降。其中，华南地区因众多建筑企业涌入，市场竞争加剧，加之湖南、福建等地尚未形成规模化经营，新签合同额有所下降；华北和华东地区属地化经营尚在培育阶段，新签合同额易受大项目影响而有所波动，2021年有所下滑；西南和华西地区新签合同额小幅变动，但仍维持在一定规模。整体来看，公司业务布局区域较为分散，有利于减少单一市场波动风险；但由于原有优势竞争市场空间被挤压，且公司在其他区域市场有待稳固，后续的区域市场开拓情况仍有待关注。

表 3：近年来公司新签合同额区域构成（亿元）

业务区域	2019	2020	2021	2022.1~3
华东地区	139.58	124.79	104.13	6.79



华南地区	293.83	277.50	210.46	41.91
华中地区	51.97	157.14	230.51	3.95
华北地区	31.29	113.12	41.77	11.64
西南地区	129.48	173.08	167.20	29.97
华西地区	20.90	179.62	171.54	52.75
海外地区	32.33	34.75	22.97	5.14
<b>合计</b>	<b>699.38</b>	<b>1,060.00</b>	<b>948.58</b>	<b>152.15</b>

注：公司将粤港澳大湾区及军民融合指挥部新签合同额分别并入华南及华北统计。

资料来源：公司提供

从合同规模来看，2021 年公司继续加强营销质量把控，针对性开拓战略客户的大型工程项目，单个规模在 5 亿元以上的项目合同额合计占比升至 82.47%。**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 4：近年来公司新签合同额按规模划分（亿元）**

单个规模	2019	2020	2021	2022.1~3
5 亿元以上	533.65	857.23	782.33	120.82
5 亿元以下	165.73	202.77	166.25	31.33
<b>合计</b>	<b>699.38</b>	<b>1,060.00</b>	<b>948.58</b>	<b>152.15</b>

资料来源：公司提供

从业主结构来看，公司客户以铁路公司、政府、平台公司及地方国企为主，近年来占比均在 90%以上。近年来公司进一步加强项目质量筛选，2020 年无民营客户新签，2021 年新签民营业主项目 15.66 亿元，均为工业建筑和文旅项目相关，无地产业主参与。**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回款具有相对较好的保障，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，铁路项目及政府项目涉及批复、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 5：2021 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	100.49	10.59
武汉市城乡建设局	68.01	7.17
武九铁路客运专线湖北有限责任公司	32.30	3.41
兰新铁路甘青有限公司	30.62	3.23
西成铁路客运专线陕西有限责任公司	27.32	2.88
<b>合计</b>	<b>258.74</b>	<b>27.28</b>

资料来源：公司提供

## 铁路项目的盈利和轨交等项目的市场承揽情况有待关注；海外项目规模不大，但仍面临一定的不确定性

铁路工程是公司的传统优势领域，截至 2022 年 3 月末，公司铁路工程在手合同额为 451.50 亿元，占公司同期末在手合同总额的 25.91%。**中诚信国际注意到**，公司铁路工程在手项目占比较高，由于相关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，易产生较大的成本差异，加之项目完工后的调概、清概批复周期往往较长，铁路工程的盈利情况常存在较大波动，公司铁路项目的盈利情况有待关注。

公司近年来亦积极拓展房建业务和以公路、轨道交通和市政业务为主的基建业务。房建业务以公共建筑和大型综合开发项目等民用建筑为主，业主绝大多数为政府和平台公司，近年来通过 PPP 等方式获取项目，承揽规模有所上升。公司在轨道交通业务领域具备一定的优势，但近年来随着城市轨道交通市场趋于饱和，且招标模式持续调整，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，后续项目承揽情况仍有待进一步关注。

此外，公司亦依托下属各海外分公司及项目部开拓海外市场，目前海外业务主要以东欧、南美和亚洲区域为主。2021 年，受疫情等因素影响，公司海外新签合同额同比减少 33.90%。同时，受益于良好的工程履约，公司海外收入为 26.43 亿元，同比增长 25.08%；疫情导致物流、采购等成本增加，净利润同比减少 40.08%至 0.26 亿元。海外工程结算以美元为主，部分为人民币结算，公司分别在澳门和香港设立代表处，减少了海外项目可能产生的汇兑风险。**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，中诚信国际将对公司海外业务经营情况保持关注。

**表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目（亿元、%）**

项目名称	业主名称	合同金额	累计确认收入	累计回款	完工百分比
<b>在建大型铁路项目</b>					
中铁隧道局新建川藏铁路雅安至林芝段 CZXZZQ-9A 标段项目	川藏铁路有限公司	91.98	0.93	1.20	1.01
宜兴铁路 ZQ-3 标项目经理部	武九铁路客运专线湖北有限责任公司	40.05	6.50	6.50	16.24
中铁隧道局新建川藏铁路雅安至林芝段 CZXZZQ-2 标段项目经理部	川藏铁路有限公司	39.72	5.80	5.01	14.61
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	38.72	21.31	16.33	54.73
中铁隧道局兰张铁路 ZQ4 标项目	中国铁路兰州局集团有限公司兰州工程建设指挥部	24.43	14.53	13.50	59.38
<b>在建大型公路项目</b>					
中铁隧道集团有限公司汕头市苏埃通道项目经理部	汕头市苏埃通道建设投资发展有限公司	42.85	40.57	38.76	95.12
中铁隧道局集团镇七高速公路施工总承包部	昭通市镇七高速公路投资开发有限公司	34.77	10.00	7.68	28.76
中隧深中通道 S03 标项目	深中通道管理中心	34.24	26.34	23.73	76.86
中铁隧道局 G7611 昭通（川滇界）至西昌段高速公路 SG2 标项目	中铁城市发展投资集团有限公司	19.76	2.87	2.67	14.45
中铁隧道局安庆市沿江东路改建工程项目部	安庆市重点工程建设处	15.80	6.52	5.36	41.27
<b>在建大型市政项目</b>					
中铁隧道集团有限公司春风隧道工程项目经理部	中铁南方投资集团有限公司深圳项目集群指挥部本部	32.76	20.47	15.52	62.46
中铁隧道局珠海隧道工程 TJ2 标段项目经理部	珠海市轨道交通有限公司	21.76	3.22	2.00	14.80
中铁隧道局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	4.71	2.01	22.32
中铁隧道集团有限公司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	18.34	18.12	14.70	98.82
中隧灵新大道改扩建工程项目经理部	广州南沙经济技术开发区建设中心	17.79	12.59	12.17	71.30
<b>在建大型轨交项目</b>					
中铁隧道局广州十三号线二期工程七项目	中铁（广州）投资发展有限公司	30.10	7.85	7.35	26.05
中铁隧道局深圳地铁 14 号线总承包土建一工区项目部	中铁南方投资集团有限公司	21.26	20.34	17.85	95.66
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	20.66	4.48	3.86	21.92
中隧合肥市轨道交通 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	11.16	9.20	62.97
中隧三处广州市轨道交通十一号线项目部	中铁（广州）投资发展有限公司	15.85	12.91	11.47	81.43
<b>在建大型房建项目</b>					
中铁隧道局聊城棚户区改造项目经理部	聊城市民安置业有限公司	20.54	0.34	--	1.68
中铁隧道局大岗 5 号地块安置区项目部	广州南沙经济技术开发区建设中心	17.84	7.22	5.16	40.49
中隧建设郑州报业龙溪泓园项目经理部	郑州郑报置业有限公司	8.26	0.30	--	3.58
中隧建设榄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	3.07	1.89	42.88
中隧建设修仕倍励实验学校项目经理部	广州南沙逸丽教育咨询有限公司	4.36	3.36	2.89	76.97
<b>在建大型海外项目</b>					
以色列红线系统及轨道设计施工项目	N.T.A. METROP.MASS TRANSIT SYS.LTD	51.96	35.88	36.12	69.05
以色列特拉维夫轻轨红线 TBM 西标段	SCW	28.64	27.24	27.47	95.08

中铁隧道局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	4.18	6.31	22.88
-------------------------	--	-------	------	------	-------

资料来源：公司提供

### 投融资项目以参股 PPP 为主，大部分为参与跟投的中国中铁体系内项目，相关投资压力不大，但项目推进、后续回款及退出情况仍值得关注

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。2021 年，公司通过 PPP 模式承揽了武汉市两湖隧道工程（南湖段）等项目，带动施工合同额增加 214.01 亿元；当期，公司未新增 BOT 项目。

截至 2022 年 3 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 11.92 亿元；BOT 项目 1 个，项目总投资 58.74 亿元，目前尚处于建设期，公司已完成资本金出资 4.00 亿元，尚需投资资本金 4.30 亿元。

PPP 项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司签订

PPP 投资合同的项目共 24 个，除总投资额为 20.34 亿元的 228 国道苍南龙港至龙沙段 PPP 项目于 2021 年纳入报表外，其余 23 个项目均为非并表项目。其中 4 个为外部跟投项目，19 个是参与跟投中国中铁的项目。上述控、参股项目预计总投资额为 4,495.18 亿元，带动公司工程新签合同额 356.16 亿元，涉及到公司资本金投入 21.80 亿元。同期末，公司累计实缴资本金 11.33 亿元，后续投资压力相对可控；累计实现运营回款 9.07 亿元，主要来自湖州和安阳非并表 PPP 项目。

中诚信国际注意到，近年来 PPP 模式监管趋严，投资回报率下降，项目融资难度有所增加。同时，PPP 项目前期投资大、回收周期长，或对公司资金造成一定占用，需要对相关项目的后续回款、退出情况保持关注。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司在手 BOT 和 PPP 项目投资情况（亿元、%）

项目名称	项目总投资额	项目公司累计完成投资额	项目公司累计收到资本金	股权比例	进入/预计进入运营期时间	运营/回购周期	预计可带动公司建安新签合同额
------	--------	-------------	-------------	------	--------------	---------	----------------

#### 并表 PPP 项目：

228 国道苍南龙港至龙沙段 PPP 项目	20.34	14.01	4.30	20.00	2023-11	15	13.84
-----------------------	-------	-------	------	-------	---------	----	-------

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/预计进入运营期时间	运营/回购周期	预计可带动公司建安新签合同额
------	--------	--------------	--------------	------	--------------	---------	----------------

#### 非并表 PPP 项目：

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	2023-1	10	17.33
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	2021-6	10	5.41
武汉市两湖隧道工程（南湖段）PPP 项目	109.31	4.82	0.33	22.06	2026-12	30	48.02
洛阳市孟津区城镇一体化综合开发项目	145.97	--	--	--	--	--	--
参与中国中铁项目跟投（共 19 个）	4,186.00	9.15	5.01	--	--	--	271.56

#### 非并表 BOT 项目：

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	8.30	4.00	25.50	2023-7	30	45.95
---------------------------------	-------	------	------	-------	--------	----	-------

注：洛阳市孟津区城镇一体化综合开发项目已中标，但尚未开始实施；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；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。

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于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2019~2021年度审计报告以及公司提供的未经审计的2022年一季度财务报表。各期财务报表均按照新会计准则编制，财务分析使用各期财务报表期末数。

### 跟踪期内公司收入规模进一步增长，期间费用管控力有所增强，但受营业毛利率下滑影响，盈利指标有所弱化

2021年，得益于良好的施工履约能力，公司各类型工程业务收入均实现增长，带动工程承包板块营业收入同比增长17.77%。此外，物资贸易收入和以租金、回收料销售等为主的其他收入对营业收入形成一定补充。整体来看，公司营业总收入保持稳步增长。2022年一季度，公司营业总收入为130.74亿元，同比增长8.81%。

表8：近年来公司营业总收入构成情况（亿元）

业务板块	2019	2020	2021	2022.1~3
<b>工程承包：</b>	<b>433.08</b>	<b>455.93</b>	<b>536.21</b>	<b>129.27</b>
铁路工程	81.03	74.43	80.05	21.88
市政工程	71.28	104.14	130.03	30.94
公路工程	90.36	86.86	115.37	25.81
轨道交通	155.46	148.16	157.32	34.90
房建工程	7.62	8.99	16.02	3.59
其他工程	27.33	33.35	37.43	12.14
设计业务	0.01	--	--	--
物资贸易	0.81	0.14	0.77	0.16
其他	5.45	4.54	5.31	1.30
<b>营业总收入</b>	<b>439.34</b>	<b>460.47</b>	<b>542.29</b>	<b>130.74</b>

注：其他工程主要包括洞库、管廊、水电、机电安装等业务；其他业务主要包括工程施工回收料销售、租金等。

资料来源：公司提供

营业毛利率方面，2021年，受征地拆迁、材料采购和机械化施工成本上升以及调概间隔时间较长等因素影响，收入占比较大的铁路、轨交工程板块毛利率下滑明显。随着履约推进，市政、公路工程利润持续释放，对整体营业毛利润形成一定补充。

房建工程目前履约规模较小，毛利率受单个项目结算影响下降较多。上述因素影响下，公司工程承包板块营业毛利率进一步降低。2022年一季度，公司营业毛利率为4.64%，同比小幅下降0.15个百分点。

表9：近年来公司主要板块毛利率情况（%）

业务板块	2019	2020	2021	2022.1~3
<b>工程承包：</b>	<b>6.33</b>	<b>5.78</b>	<b>4.31</b>	<b>4.68</b>
铁路工程	1.62	0.08	-4.30	1.82
市政工程	8.98	8.98	8.02	6.75
公路工程	6.84	3.77	4.94	7.48
轨道交通	7.82	5.72	3.46	4.36
房建工程	9.24	9.58	4.88	1.27
其他工程	2.41	12.97	11.24	0.56
设计业务	13.75	--	--	--
物资贸易	2.45	23.89	22.80	26.17
其他	14.34	20.64	20.00	-1.92
<b>营业毛利率</b>	<b>6.42</b>	<b>5.93</b>	<b>4.49</b>	<b>4.64</b>

资料来源：公司提供

跟踪期内，管理费用仍是公司最主要的费用支出，公司加强费用管控，管理费用较2020年略下降，主要系研发费用小幅减少，2021年研发费用为10.98亿元。随着融资成本的下降及利息收入的抵减，财务费用小幅下降。跟踪期内，公司期间费用合计和期间费用率均有所下降，期间费用管控能力有所提高。

表10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	20.58	18.98	18.49	4.03
财务费用	1.85	1.59	1.30	0.13
期间费用合计	22.70	20.86	20.08	4.21
期间费用率	5.17	4.53	3.70	3.22
经营性业务利润	4.58	5.48	3.74	1.70
资产减值损失	0.84	0.50	0.02	0.003
投资收益	-0.36	-0.22	-0.02	-0.07
利润总额	3.80	5.13	3.38	1.69
EBITDA	18.84	12.21	11.46	--
EBITDA 利润率	4.29	2.65	2.11	--
净资产收益率	5.10	6.48	3.19	5.68*

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；季报中加“\*”数据经过年化处理。

资料来源：公司财务报告

公司利润主要由经营性业务利润构成，受毛利

率下滑影响，2021 年公司经营性业务利润同比有所下降。当期资产减值损失和投资损失科目发生额减少，主要系合同资产减值损失减少、其他应收款坏账转回以及资金归集利息收入<sup>3</sup>增加所致。整体来看，2021 年公司利润总额和 EBITDA 有所下降。

从盈利指标来看，营业收入增长的同时，EBITDA 利润率进一步下滑。同时，因净利润增速不及净资产增速，净资产收益率同比下降 3.29 个百分点，盈利能力有待改善。

### 跟踪期资产规模有所扩大；发行永续债带动权益规模增长，资产负债率进一步下降，总资本化比率小幅上升

2021 年末，公司总资产规模同比有所增长，结构上仍以流动资产为主，占比 65.41%。流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2021 年末，因年内债券发行等因素，公司账面货币资金同比有所增长，其中受限资金为 14.06 亿元，主要为保证金及存在于境外且汇回受限的资金。公司应收账款主要为应收工程款，跟踪期内受履约推进及业主资金、审批、拨付等流程限制而有所增长，账龄在一年以内的应收账款余额占比为 93.26%。坏账计提方面，公司全部按照组合方式计提坏账准备，因客户多为地方政府和国有企业，坏账准备计提比例较低。公司亦通过资产证券化等方式加快工程款项回收，2021 年因金融资产转移而终止确认的应收账款为 6.62 亿元，较上年末小幅减少，产生相关费用 0.34 亿元。公司其他应收款包括应收押金和保证金、应收债权转让款、代垫款等，2021 年末其他应收款<sup>4</sup>下降，主要系公司开展的保理债权转让款到期、收回部分保证金及押金所致。存货主要由已完工未结算款、工程质保金以及工程施工原材料等构成，因大型铁路项目普遍地质情况复杂，设计条件与施工实际差异大，且固定总价项目变更滞后，双清推进难

<sup>3</sup> 公司自 2021 年起，按照企业会计准则解释第 15 号关于资金集中管理相关列报的要求，将归集至中国中铁资金集中管理专户的资金利息回报调整至投资收益科目。2021 年相关利息回报为 0.18 亿元。

<sup>4</sup> 公司自 2021 年起，将境外业务产生的外币资金并归集于铁工（香港）财资管理有限公司的款项，计入其他应收款。2021 年相

度大，累积形成大额已完未验，导致存货规模维持高位。

非流动资产方面，公司固定资产主要由施工设备和房屋及建筑物等构成，2021 年末因新增施工设备等而有所增长。公司将一年期以上的质保金和施工项目合同资产等计入其他非流动资产，随业务不断拓展以及成都开辰合伙企业<sup>5</sup>并表，跟踪期内其他非流动资产大幅增长。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	70.18	43.44	52.28	39.24
应收账款	64.69	58.35	70.46	69.86
存货	127.54	125.09	139.85	139.11
其他应收款	21.08	17.20	10.58	16.25
流动资产	317.38	278.15	295.38	292.04
固定资产	29.50	37.45	46.65	45.80
无形资产	17.48	14.55	12.82	11.90
其他非流动资产	38.14	46.57	75.40	77.07
非流动资产	106.00	121.54	156.23	156.49
<b>总资产</b>	<b>423.38</b>	<b>399.69</b>	<b>451.61</b>	<b>448.53</b>

注：中诚信国际将合同资产纳入存货分析；将使用权资产纳入无形资产分析。

资料来源：公司财务报告

由于工程施工企业对营运资本需求较高，因此负债水平较高是建筑施工行业的普遍特征。跟踪期内，随着履约推进，经营性应付款项增长带动总负债亦同比增长。同时，2021 年公司新开工项目减少，期末预收账款有所下降。其他应付款因中国中铁内部调剂资金的计入而有所增长。

成都开辰合伙企业的并表，使得以 PPP 项目贷款为主的长期借款增加，加之公司应付票据增长，共同推升了总债务规模，债务结构仍以短期债务为主，债务结构有待改善。

表 12：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
应付票据	56.62	36.57	49.70	32.12
应付账款	166.68	165.95	187.91	192.91

关资金为 1.81 亿元。

<sup>5</sup> 2021 年末，成都开辰合伙企业及其子公司其他非流动资产账面价值为 11.06 亿元，主要系温州 228 国道并表 PPP 项目推进形成的合同资产。

预收账款	46.78	44.03	31.99	32.48
其他应付款	41.43	40.20	55.33	54.34
长期借款	1.02	4.29	11.00	13.50
<b>总负债</b>	<b>363.15</b>	<b>324.84</b>	<b>357.99</b>	<b>353.26</b>
短期债务	86.93	49.81	59.24	39.99
长期债务	1.02	4.29	11.00	13.50
<b>总债务</b>	<b>87.95</b>	<b>54.10</b>	<b>70.24</b>	<b>53.49</b>
资本公积	11.58	13.14	13.28	13.28
未分配利润	8.90	10.32	9.05	10.06
其他权益工具	--	12.02	32.00	32.31
<b>所有者权益合计</b>	<b>60.23</b>	<b>74.85</b>	<b>93.62</b>	<b>95.27</b>
资产负债率	85.77	81.27	79.27	78.76
总资本化比率	59.35	41.95	42.86	35.96

注：中诚信国际将合同负债纳入预收账款分析；将应付票据及其他应付款中 8.32 亿元的中国中铁内部调剂资金计入总债务。

资料来源：公司财务报告

2021 年，公司发行 20 亿元永续债计入其他权益工具，此外控股股东中国中铁继续以上缴利润返还的方式对公司进行增资，增加资本公积 0.14 亿元。同期末，公司向股东及永续债投资者分配利润共 3.58 亿元，使得未分配利润较 2020 年末小幅减少。上述因素共同作用下，跟踪期内公司权益规模增幅较大，资产负债率有所下降，总资本化比率因债务规模增长而小幅上升。若将永续债调整至债务，2021 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 86.36% 和 62.39%。

### 跟踪期内，经营获现能力小幅弱化，投资支出趋缓，偿债指标整体有所弱化

经营活动方面，2021 年公司经营活动现金流仍保持净流入态势，但同比有所减少，主要系支付上游分包商、租赁款及劳务费增加所致。投资活动方面，公司自 2021 年起对资金集中管理款进行列报调整，将归集至中国中铁内部清算中心账户的资金本息由经营活动重分类至投资活动，年末收回相关本息 16.18 亿元，同时因 PPP 项目资本金支出减少，使得投资活动现金流由负转正。筹资活动方面，因 PPP 项目贷款并表，筹资活动现金流较往年净流入。

2022 年一季度，因集中支付及收回保证金减少等因素影响，公司经营性现金流净流出。此外，公司集中向中国中铁内部清算中心进行资金归集，使

得投资活动现金流呈净流出态势。

偿债能力指标方面，公司 2021 年 EBITDA 下降，总债务规模增长，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所减弱。但随着利息支出的下降，EBITDA 对利息费用的覆盖能力有所增强。同时，随着短期债务规模增长，经营活动现金流入对短期债务的覆盖倍数略降；货币资金对短期债务的保障同比变化不大。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	20.04	12.64	9.35	-7.03
投资活动净现金流	-10.20	-15.22	6.81	-8.53
筹资活动净现金流	-7.48	-6.95	6.00	6.18
经营活动现金流入/短期债务	5.44	11.30	10.28	14.31*
货币资金/短期债务	0.81	0.87	0.88	0.98
总债务/EBITDA	4.67	4.43	6.13	--
EBITDA 利息倍数	12.29	9.25	12.82	--

注：季报中带“\*”数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报告

### 受限资产较大，银行融资渠道较为畅通，或有负债可控，公开市场无信用违约记录

受限资产方面，截至 2021 年末，公司合并范围内受限资产账面价值为 14.06 亿元，占当期末净资产的比重为 15.02%。受限资产全部为受限货币资金，性质为票据保证金、保函保证金、农民工保证金以及存放于境外汇回受限的资金。

银行授信方面，公司与金融机构保持良好合作关系。截至 2022 年 3 月末，公司合并范围内共获得各银行综合授信总额 1,035.00 亿元，其中未使用授信额度为 671.00 亿元，银行融资渠道较为畅通。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额 880 万美元，系对中国上海外经(集团)有限公司的担保，代偿风险整体可控。此外，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼，亦无资产抵质押情况。

**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 2022 年 4 月 11 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。

## 外部支持

### 作为中国中铁下属重要子企业之一，公司发展能够得到中国中铁在业务资源、品牌、融资增信、流动性等方面的大力支持

公司控股股东中国中铁是我国大型建筑央企，连续 8 年被国务院国资委评定为业绩考核 A 类企业，作为我国乃至世界最大的建筑工程承包商之一，亦是我国最大的两家铁路施工企业集团之一，拥有较为突出的战略地位。

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。2021 年，中国中铁继续以上缴利润返还的方式对公司进行增资，增加资本公积 0.14 亿元，未来三年仍存在对公司增资的可能。资金拆借方面，中铁财务公司每年会授予公司一定的授信额度，2021 年授信额度为 60.00 亿元，资金利率区间为 1.80%~3.60%，且中国中铁亦可对公司进行资金支持，低息资金的拆入可对公司资金流动性给予一定支持。

## 偿债保障措施

中国中铁对公司所发行的“20 中铁隧道 MTN001”、“21 铁隧 Y1”和“21 铁隧 Y2”存续期应偿还的本金、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。

上述债券存续期内，若公司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，不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为，担保人不予代偿；若公司未行使赎回选择权，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，不构成公司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 2022 年 3 月末，中国中铁总股本 247.42 亿元，中铁工持有其 46.88% 股份，中国中铁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 年位居《财富》世界 500 强第 35 位，较 2020 年上升 15 位；ENR 全球承包商 250 强第 2 位，与 2020 年持平。

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。2021 年，中国中铁实现营业总收入进一步增加。

截至 2021 年末，中国中铁总资产为 13,617.26 亿元，所有者权益为 3,583.43 亿元，资产负债率为 73.68%；2021 年实现营业总收入 10,732.72 亿元，净利润 304.70 亿元，经营活动净现金流 130.69 亿元。

综上所述，中诚信国际维持中国中铁股份有限

公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中国中铁具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“20 中铁隧道 MTN001”、“21 铁隧 Y1”和“21 铁隧 Y2”的按期偿还提供有力的保障。

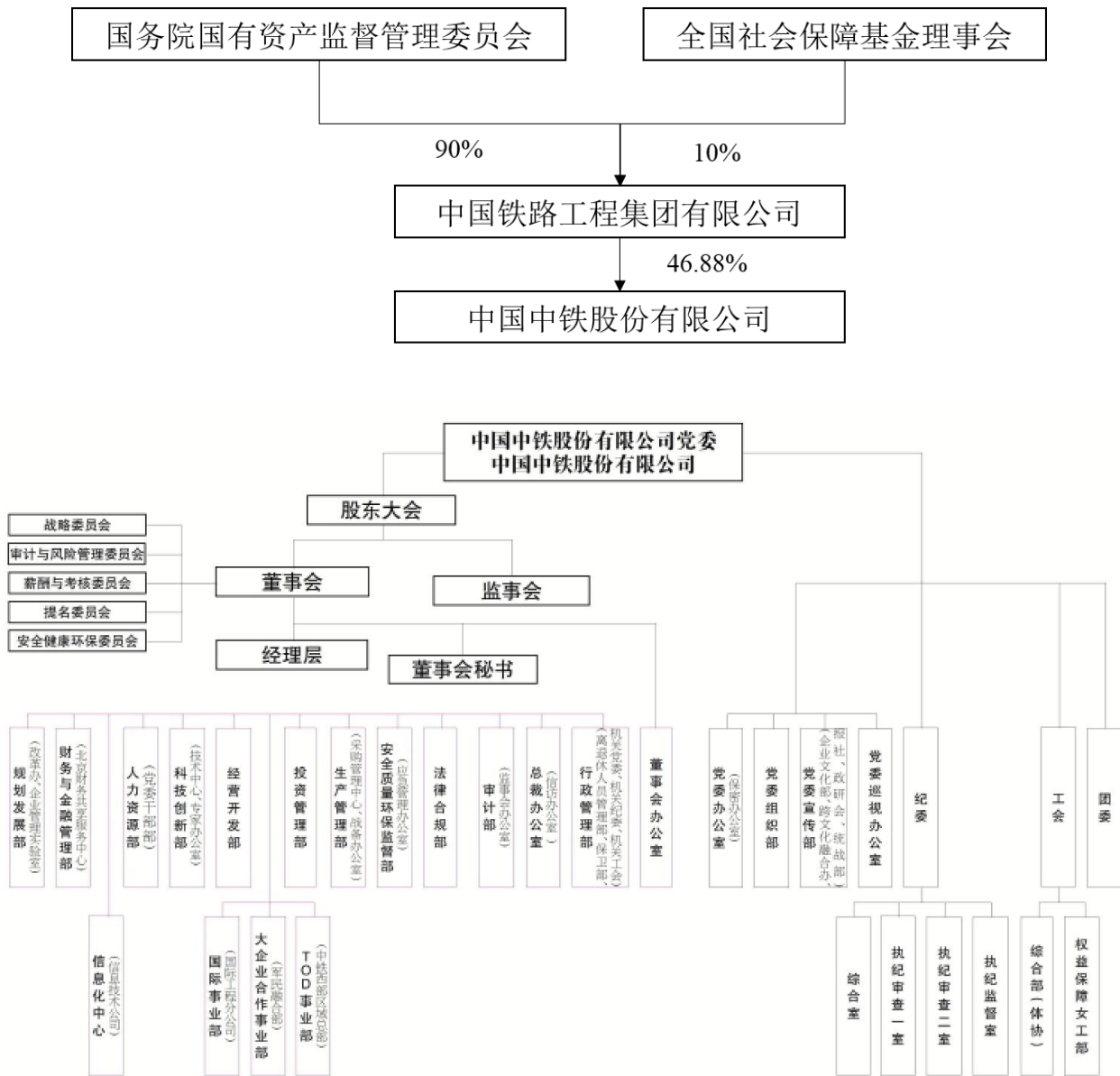
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中铁隧道局集团有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“20 中铁隧道 MTN001”、“21 铁隧 Y1”和“21 铁隧 Y2”的信用等级为 **AAA**。





## 附二：中国中铁股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	701,779.20	434,384.56	522,839.78	392,354.50
应收账款净额	646,927.03	583,491.82	704,558.91	698,606.43
其他应收款	210,814.33	172,048.73	105,780.29	162,522.56
存货净额	1,275,414.38	1,250,886.27	1,398,542.84	1,391,131.65
长期投资	66,633.48	149,070.35	122,883.27	127,228.69
固定资产	294,996.54	374,523.14	466,543.50	457,983.00
在建工程	118,858.65	33,188.70	46,800.55	48,258.08
无形资产	174,827.35	145,518.13	128,209.22	67,909.76
总资产	4,233,821.05	3,996,863.95	4,516,137.78	4,485,270.73
其他应付款	414,269.46	401,952.08	553,264.18	543,390.44
短期债务	869,289.86	498,070.43	592,354.40	399,868.66
长期债务	10,222.41	42,879.67	110,000.00	135,000.00
总债务	879,512.26	540,950.11	702,354.40	534,868.66
净债务	177,733.07	106,565.55	179,514.62	142,514.16
总负债	3,631,511.72	3,248,375.31	3,579,936.49	3,532,552.87
费用化利息支出	15,329.44	13,198.74	8,934.40	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	602,309.33	748,488.64	936,201.29	952,717.86
营业总收入	4,393,420.64	4,604,712.86	5,422,916.99	1,307,369.31
经营性业务利润	45,816.17	54,828.74	37,417.61	17,047.04
投资收益	-3,602.92	-2,179.22	-212.59	-657.55
净利润	30,496.17	43,784.03	26,890.26	13,410.28
EBIT	53,296.55	64,512.57	42,743.27	--
EBITDA	188,420.00	122,111.96	114,564.50	--
经营活动产生现金净流量	200,421.58	126,364.72	93,488.99	-70,341.38
投资活动产生现金净流量	-101,992.49	-152,185.30	68,074.43	-85,304.75
筹资活动产生现金净流量	-74,772.87	-69,512.55	59,955.66	61,787.79
资本支出	110,772.12	71,817.36	94,413.68	36,592.72
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率 (%)	6.42	5.93	4.49	4.64
期间费用率 (%)	5.17	4.53	3.70	3.22
EBITDA 利润率 (%)	4.29	2.65	2.11	--
总资产收益率 (%)	1.48	1.57	1.00	--
净资产收益率 (%)	5.10	6.48	3.19	5.68*
流动比率 (X)	0.90	0.89	0.87	0.87
速动比率 (X)	0.54	0.49	0.46	0.46
存货周转率(X)	4.38	3.43	3.91	3.58*
应收账款周转率 (X)	8.86	7.48	8.42	7.45*
资产负债率 (%)	85.77	81.27	79.27	78.76
总资本化比率 (%)	59.35	41.95	42.86	35.96
短期债务/总债务 (%)	98.84	92.07	84.34	74.76
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.23	0.23	0.13	-0.53*
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.23	0.25	0.16	-0.70*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	13.07	9.57	10.46	--
经调整的经营净现金流/总债务 (%)	19.26	16.27	6.89	--
总债务/EBITDA (X)	4.67	4.43	6.13	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.22	0.25	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	12.29	9.25	12.82	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	3.48	4.89	4.78	--

注：2022 年一季度财务报表未经审计；带“\*”数据已经年化处理；中诚信国际在分析时，将其他应付款中的有息债务部分计入总债务；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；季报中由于缺失相关数据，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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	15,815,843.40	17,476,828.50	17,891,275.00	13,510,036.50
应收账款净额	10,371,210.30	10,839,908.30	12,264,640.90	14,109,565.60
其他应收款	3,277,328.90	3,166,620.30	3,151,207.60	3,849,666.40
存货净额	31,566,764.90	31,770,355.70	35,258,771.20	39,888,389.30
长期投资	9,306,416.90	11,750,214.10	16,653,771.80	14,896,091.70
固定资产	6,055,853.10	6,545,803.30	6,755,091.60	6,698,342.50
在建工程	518,714.10	593,898.30	684,736.80	750,925.80
无形资产	4,212,323.30	7,951,247.70	12,728,359.80	13,334,042.60
总资产	105,618,592.70	120,012,210.80	136,172,618.30	141,051,278.00
其他应付款	6,921,323.30	7,439,281.90	9,254,392.30	9,656,361.00
短期债务	17,277,014.90	15,579,988.30	18,443,860.50	19,816,959.30
长期债务	11,481,175.20	16,291,257.10	19,514,211.30	22,245,462.70
总债务	28,758,190.10	31,871,245.40	37,958,071.80	42,062,422.00
净债务	12,942,346.70	14,394,416.90	20,066,796.80	28,552,385.50
总负债	81,071,093.10	88,692,785.30	100,338,360.00	103,893,843.50
费用化利息支出	533,894.60	646,752.20	738,999.60	--
资本化利息支出	523,061.20	475,513.20	482,201.50	--
所有者权益合计	24,547,499.60	31,319,425.50	35,834,258.30	37,157,434.50
营业总收入	85,088,428.30	97,474,879.00	107,327,172.50	26,709,747.90
经营性业务利润	3,131,728.80	4,002,644.60	4,620,895.20	1,040,776.80
投资收益	570,924.60	79,835.80	63,128.50	73,363.20
净利润	2,537,826.80	2,724,942.90	3,046,951.50	830,658.20
EBIT	3,667,098.60	3,985,057.70	4,497,617.50	--
EBITDA	4,823,801.30	5,062,687.10	5,475,395.10	--
经营活动产生现金净流量	2,219,778.60	3,099,407.10	1,306,946.60	-4,939,908.60
投资活动产生现金净流量	-4,018,084.20	-6,314,271.30	-7,745,822.60	-1,948,727.50
筹资活动产生现金净流量	3,821,663.40	4,020,265.90	6,736,535.90	3,972,979.60
资本支出	2,024,780.40	4,329,096.70	5,597,369.30	782,266.30
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	9.77	9.95	10.00	9.01
期间费用率（%）	5.77	5.59	5.48	4.85
EBITDA 利润率（%）	5.67	5.19	5.10	--
总资产收益率（%）	3.67	3.53	3.51	--
净资产收益率（%）	10.85	9.76	9.07	9.10*
流动比率（X）	1.05	1.05	1.02	1.04
速动比率（X）	0.58	0.60	0.57	0.54
存货周转率(X)	2.59	2.76	2.80	2.58*
应收账款周转率（X）	8.07	9.14	9.27	8.08
资产负债率（%）	76.76	73.90	73.68	73.66*
总资本化比率（%）	53.95	50.44	51.44	53.10
短期债务/总债务（%）	60.08	48.88	48.59	47.11
经营活动净现金流/总债务（X）	0.08	0.10	0.03	-0.47*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.13	0.20	0.07	-1.00*
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.10	2.76	1.07	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	2.14	4.02	-1.97	--
总债务/EBITDA（X）	5.96	6.30	6.93	--
EBITDA/短期债务（X）	0.28	0.32	0.30	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.56	4.51	4.48	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.47	3.55	3.68	--

注：2022年一季度未经审计；2、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，将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项；3、带\*指标已经年化处理；4、季报中由于缺失相关数据，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/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	高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	付息风险较小，安全性较高。
A-3	付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	付息风险较高，有一定的违约风险。
C	付息风险很高，违约风险较高。
D	按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。