



中铁隧道局集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0720 号

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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果	中铁隧道局集团有限公司	AA ⁺ /稳定
---------------------	-------------	---------------------

本次跟踪担保主体及评级结果	中国中铁股份有限公司	AAA/稳定
----------------------	------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“21 铁隧 Y1”、“21 铁隧 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”	AAA
--------------------	---	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中铁隧道局集团有限公司（以下简称“中铁隧道局”或“公司”）在铁路、隧道等领域具有很强的市场地位；业主结构较优，项目储备可对业务发展提供良好支撑；融资渠道较为畅通以及有力的股东支持等对公司整体信用实力的有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模持续增长，杠杆水平有所升高；盈利能力有待进一步提升等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。本次债项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”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债项还本付息的保障作用。

评级展望

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

调级因素

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。

正面
<ul style="list-style-type: none"> ■ 在铁路、隧道施工领域具有很强的市场地位 ■ 业主结构较优，项目储备可对业绩稳定性提供良好支撑 ■ 融资渠道较为畅通，控股股东实力雄厚且对公司支持力度大，具有有效的偿债担保措施
关注
<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司债务规模持续增长，杠杆水平有所升高 ■ 盈利能力有待进一步提升

项目负责人：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn
项目组成员：李慧莹 hlyi@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

中铁隧道局（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	399.61	451.61	480.51	516.44
所有者权益合计（亿元）	74.77	93.62	94.38	94.85
总负债（亿元）	324.84	357.99	386.13	421.59
总债务（亿元）	60.80	102.49	111.17	110.84
营业总收入（亿元）	460.47	542.29	580.05	157.01
净利润（亿元）	4.38	2.69	5.41	1.51
EBIT（亿元）	6.08	4.38	8.16	--
EBITDA（亿元）	14.06	11.56	20.37	--
经营活动净现金流（亿元）	12.44	9.35	10.84	-6.08
营业毛利率(%)	5.93	4.49	5.13	3.38
总资产收益率(%)	1.52	1.03	1.75	--
EBIT 利润率(%)	1.32	0.81	1.41	--
资产负债率(%)	81.29	79.27	80.36	81.63
总资本化比率(%)	49.21	62.45	64.06	63.92
总债务/EBITDA(X)	4.32	8.86	5.46	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.52	7.76	8.61	--
FFO/总债务(X)	0.20	0.09	0.16	--

注：1、中诚信国际根据中铁隧道局提供的其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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。3、中诚信国际债务统计口径包含其他应付款、长期应付款中的有息债务和其他权益工具中的永续债。

担保主体财务概况

中国中铁（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	12,001.22	13,617.26	16,131.66	16,560.63
所有者权益（亿元）	3,131.94	3,583.43	4,230.59	4,353.52
负债合计（亿元）	8,869.28	10,033.84	11,901.07	12,207.10
营业总收入（亿元）	9,747.49	10,732.72	11,543.58	2,726.25
净利润（亿元）	272.49	304.70	349.72	88.66
营业毛利率（%）	9.95	10.00	9.81	8.91
资产负债率（%）	73.90	73.68	73.77	73.71
总资本化比率（%）	58.91	61.10	60.90	61.02
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	309.94	130.69	435.52	-380.24
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-631.43	-774.58	-843.88	-181.04
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	402.03	673.65	963.65	287.78

注：1、数据来源为中国中铁提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表；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。

同行业比较（2022 年数据）

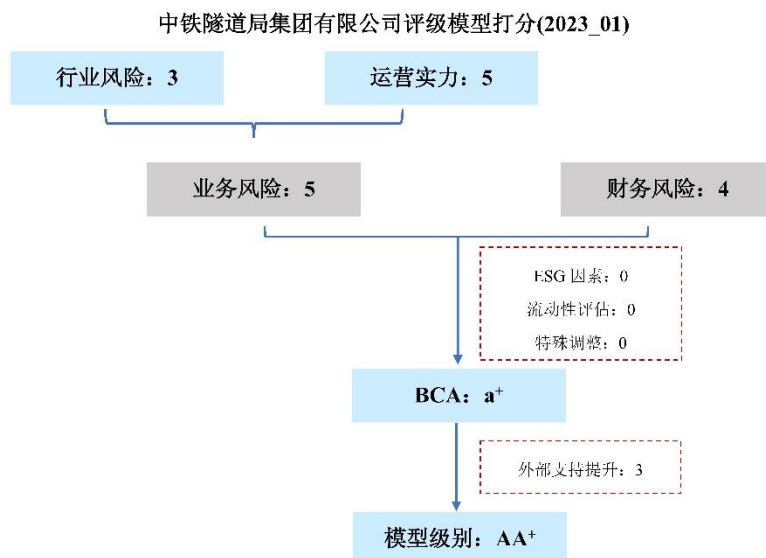
公司名称	新签合同额 （亿元）	营业总收入 （亿元）	EBIT 利润率(%)	资产负债率 （%）	现金周转天数 （天）
中国水利水电第十一工程局有限公司	444.88	242.66	4.41	74.35	15
中铁北京工程局集团有限公司	827.25	310.25	0.92	79.83	2
中铁隧道局集团有限公司	1,091.07	580.05	1.41	80.36	13

中诚信国际认为，与同行业相比，中铁隧道局在铁路、隧道等施工领域具有很强的竞争优势，技术实力突出；项目质量和业主结构较优质，民营房企业主占比很低，且业务发展比较均衡，对单一业务依赖度小；但受业务结构影响，盈利能力处于同业偏低水平；并表 PPP 项目少，偿债压力可控。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 铁隧 Y1	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2021/12/27~2023/12/27 (2+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销连带责任保证担保
21 铁隧 Y2	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2021/12/27~2024/12/27 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销连带责任保证担保
22 铁隧 Y1	AAA	AAA	2022/12/02	6.00	6.00	2022/12/13~2024/12/13 (2+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销连带责任保证担保
22 铁隧 Y2	AAA	AAA	2022/12/02	6.00	6.00	2022/12/13~2025/12/13 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销连带责任保证担保

评级模型



方法论

中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2022_05

■ 业务风险:

中铁隧道局属于建筑行业，中诚信国际对中国建筑行业风险评估为中等；中铁隧道局在铁路、隧道等准入壁垒较高的细分行业具有很强的市场竞争力，业主结构较优，项目储备可为未来业务持续发展提供良好支持，技术实力很强，且业务多元化程度高，业务风险评估为较低。

■ 财务风险:

中铁隧道局盈利水平偏低，债务规模增速高于权益积累速度，导致财务杠杆有所上升，经营获现良好，备用流动性较为充足，凭借其内部流动性及外部融资能力可实现到期债务续接，财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对中铁隧道局个体基础信用等级无影响，中铁隧道局具有 a⁺ 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

控股股东中国中铁是我国最大的铁路施工企业集团之一，拥有突出的行业地位和竞争实力，对公司的支持能力极强。公司是中国中铁下属重要子企业之一，长期以来能够得到其在资源、品牌、融资增信和流动性等多方面的支持，支持意愿很强，外部支持调升 3 个子级。

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

表 1：公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集资金	已使用募集资金	募集用途	募集用途是否变更
21 铁隧 Y1	10.00	10.00	用于偿还公司有息债务	否
21 铁隧 Y2	10.00	10.00	用于偿还公司有息债务	否
22 铁隧 Y1	6.00	6.00	用于偿还到期中期票据	否
22 铁隧 Y2	6.00	6.00	用于偿还到期中期票据	否

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，经济稳增长政策基调下，预计 2023 年我国建筑业新签合同额和总产值仍将保持增长，但增速或将小幅回调；在房地产市场下行趋势尚未发生根本性改变的情况下，建筑企业商品房订单仍将承压；下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

按产值构成来看，房屋建筑业¹和土木工程建筑业产值占比分别约为 60%和 30%左右。从房建方面来看，2021 年下半年以来房地产行业流动性承压，市场信心不足、烂尾项目增多等不确定因素影响使得房地产市场复苏进程缓慢，对建筑业需求端贡献度有所弱化。且相关流动性风险进一步传导至建筑行业，加速了弱资质建筑企业出清。2022 年 7 月以来，“保交楼”、“金融 16 条”等房地产利好政策陆续出台，房地产行业政策环境得到阶段性改善，但市场调整仍在持续，短期内行业下行趋势很难发生根本性改变，大部分房企的拿地和新开工意愿仍较低，预计建筑企业商品房项目新签合同额的增长仍将承压。

从基础设施建设来看，2022 年 1~11 月我国稳增长政策持续发力，专项债发行规模扩大和进度前置，加之适度超前开展的基础设施建设，共同带动基建投资同比大幅增长。中诚信国际认为，我国基础设施虽然总量全球领先，但人均不足问题依旧突出，且基建结构分布不均衡，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仍存在较大结构性投资机会。但需要关注的是，房地产行业下行导致地方政府土地出让金收入下降，加之严控隐性债务等要求，地方政府资金压力加大，2022 年以来已陆续有部分省市地方政府平台公司出现非标和商票违约等现象，亦存在部分建筑企业在财政实力相对较弱地区的工程款结算和回款进度延后的情况。

整体来看，房地产行业下行对建筑业需求形成一定冲击，2022 年建筑业总产值增速有所下降；考虑到房地产需求和投资端依旧疲软，短期内房地产行业下行趋势很难发生根本性改变，预计 2023 年建筑企业房建新签合同额增速仍将呈下降态势。同时，部分地方政府资金压力加大导致建筑企业政府类项目回款压力有所增加。在下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

详见《中国建筑行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9736?type=1>

中诚信国际认为，中铁隧道局在铁路、隧道等施工领域具有很强的市场地位，资质较为齐备，2022 年新签合同额有所增长，项目储备充足，项目质量及业主结构较优，各业务类型承揽较为均衡，各区域新签较为分散，PPP 项目以股东体系内跟投为主，风险相对可控，但新增项目仍面临一定的投资支出。

公司在铁路及隧道工程领域具有很强的市场地位，并逐步拓展公路、市政及房建业务，综合竞争实力逐步提升。

铁路及隧道工程施工准入门槛较高，公司在上述领域市场地位很强。自成立以来，公司先后参与 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

¹房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

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，并重点研究攻克形成了穿山跨江越海、超长大铁路隧道工程成套技术等一系列重大核心科技成果。

此外，公司亦依托在铁路及隧道领域的核心技术优势，通过 PPP、EPC 等模式，逐步拓展公路、市政及房建等市场化程度较高的项目，综合竞争实力逐步提升。

大项目承揽占比维持高位，业主资质和结构较为优质，一定的项目储备和较好的项目质量可为公司经营发展提供支撑。

公司工程业务以自主独立承揽为主，少量由中国中铁协调分配。近年来公司新签合同额可对营业总收入形成良好保障。2022 年和 2023 年一季度，公司加强在铁路、公路等领域的投标力度，新签合同额分别同比提升 15.02%和 33.22%。截至 2023 年 3 月末，公司在手未完工合同额为 2,198.00 亿元，充足的项目储备可为经营发展提供支撑。

公司承接的重大项目较多，单个体量在 5 亿元及以上的项目规模占比维持在很高水平。公司在手项目以基础设施建设项目为主，业主多为铁路公司、政府（平台公司）及地方国企，近年来相关客户占比维持在 90%以上；2022 年，公司新签了一批大型民营石化公司及材料公司的地下洞库工程以及民营开发商的政府代建项目，使得民企业主新签合同额占比有所增加。整体来看，公司客户群体资质较优，可为公司项目回款提供相对较好的保障，目前在手项目进度款回款比例均值在 80%以上。但同时，铁路及政府类项目因涉及批复、清概、审计等工作周期相对较长，或在一定程度上拉长公司的决算回款周期。2022 年，公司新签合同额前五大客户均为国有性质单位，其项目规模合计占比约为 20.90%，集中度同比有所下降。

表 2：近年来公司大项目承揽情况（亿元、X、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
新签合同额	1,060.00	948.58	1,091.07	202.69
营业总收入	460.47	542.29	580.05	157.01
新签合同额/营业总收入	2.30	1.75	1.88	1.29
5 亿元及以上合同金额	857.23	782.33	840.03	185.56
5 亿元及以上合同占比	80.87	82.47	76.99	91.55
国企/政府业主占比	100.00	98.35	90.91	99.95
民企业主占比	--	1.65	9.09	0.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：2022 年公司新签合同额前五大客户情况（亿元、%）

客户名称	金额	项目名称	占比	企业性质
长江沿岸铁路集团上海有限公司、 长江沿岸铁路集团江苏有限公司	71.30	新建上海至南京至合肥高速铁路沪宁段站前及相关工程施工总价承包 HSZQ-4 标段	6.53	国有
沪杭铁路客运专线股份有限公司	51.03	新建南通至宁波高速铁路先开段站前及相关工程 TYZQ-2 标	4.68	国有
成达万高速铁路有限责任公司	42.18	新建成都至达州至万州铁路营山西至万州北段站前工程施工总价承包项目 11 标	3.87	国有
西成铁路客运专线陕西有限责任公司	34.42	新建西安至重庆高速铁路安康至重庆段（陕西境内）站前工程 KYZQ-4 标	3.15	国有
兰新铁路甘青有限公司	29.14	甘肃新建西宁至成都铁路（甘青段）站前工程 XCTJ6 标段	2.67	国有
合计	228.08	--	20.90	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司施工资质较全，有铁路、公路和市政 3 项特级资质，且获奖丰富、技术优势突出。

截至 2023 年 3 月末，公司拥有铁路工程、公路工程 and 市政公用工程领域的“三特三甲”资质，以及多项施工总承包一级资质及专业承包资质，施工资质较全。

同期末，公司拥有国家级企业技术中心、盾构及掘进技术国家重点实验室等国家级研发平台，累计获得国家级科技进步奖 17 项；拥有各级工法 600 余项，其中特大吨位桩基托换施工工法、泥水盾构高压环境(3.6bar)动火作业工法等在内的国家级工法 22 项、省部级工法 367 项；累计获得鲁班奖 25 项，土木工程詹天佑奖 45 项，国家优质工程奖 75 项，施工业绩和技术实力突出。

表 4：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
甲级	铁道行业甲（II）级、公路行业甲级、市政行业甲级
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

多元化程度高，各业务领域均衡发展且各区域新签占比较为分散；2022 年铁路、公路、轨道交通等传统基建业务承揽规模均有所提升。

公司围绕隧道工程、地下工程等特色专业拓展相关业务，已形成较为均衡的业务结构，近年来各类型工程新签合同额占比均不超过 35%，较为多元化的业务结构可平滑单一市场政策变化和承揽波动对公司的影响。2022 年，受公司加强经营力度等因素影响，铁路、公路、轨道交通等传统基建业务承揽规模均有所提升。截至 2023 年 3 月末，铁路工程在手未完工合同额占总体的 34.60%，轨道交通、公路项目及市政项目的占比相对均匀。**中诚信国际注意到**，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，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，故铁路项目的盈利水平普遍较弱。

市政及房建工程领域竞争进一步加剧，公司提升项目筛选标准，使得相关合同额有所下降。房建工程以政府投资的公共建筑、大型综合开发项目等为主，但近年来合同转化率较低，需对后续的履约情况保持关注。此外，公司积极拓展洞库、管廊及水电、新能源等其他方面的建设业务，新签合同额同比提升。2023 年一季度，公司通过 PPP 模式新签了规模较大的宁夏胶南-海晏段公路项目，带动公路工程新签合同额大幅增长，轨道交通业务规模亦有所增加，其他领域基本保持平稳。

表 5：近年来公司新签合同额业务构成（亿元、%）

新签合同额	2020		2021		2022		2023.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
铁路工程	207.78	19.60	254.56	26.84	329.99	30.24	--	-
公路工程	148.96	14.05	87.35	9.21	205.73	18.86	77.98	38.47
轨道交通	206.51	19.48	49.16	5.18	89.97	8.25	33.44	16.50
市政工程	251.38	23.72	199.35	21.02	159.72	14.64	17.66	8.71
房建工程	133.5	12.59	235.57	24.83	97.13	8.90	4.86	2.40
其他	111.87	10.55	122.58	12.92	208.53	19.11	68.75	33.92
合计	1,060.00	100.00	948.58	100.00	1,091.07	100.00	202.69	100.00

注：其他工程主要包括洞库、管廊、水电、机电安装、新能源等业务；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

公司区域布局较为分散，近年来单一区域新签规模占比不超过 30%。且公司承揽的项目规模普遍较大，故各地区新签合同额易受大体量项目影响而有所波动。2022 年，公司在华中地区的承揽规模有所回落，华东地区承揽规模有较大提升，华南、华北、华西区域新签合同额平稳增长，整体的区域分布结构基本保持稳定。2023 年一季度，得益于基建稳增长政策的推动及大额订单的获取，公司在华东、西南地区的新签合同额增幅较大。

表 6：近年来公司新签合同额区域构成（亿元、%）

新签合同额	2020		2021		2022		2023.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
华东地区	124.79	11.77	104.13	10.98	261.68	23.98	47.15	23.26
华南地区	277.5	26.18	210.46	22.19	266.22	24.40	35.23	17.38
华中地区	157.14	14.82	230.51	24.30	109.12	10.00	7.68	3.79
华北地区	113.12	10.67	41.77	4.40	65.95	6.04	36.54	18.03
西南地区	173.08	16.33	167.2	17.63	160.05	14.67	74.28	36.65
华西地区	179.62	16.95	171.54	18.08	204.5	18.74	1.56	0.77
海外地区	34.75	3.28	22.97	2.42	23.55	2.16	0.25	0.12
合计	1,060.00	100.00	948.58	100.00	1091.07	100.00	202.69	100.00

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

跟踪期内，公司海外承揽规模同比小幅提升，公司依托海外分公司及项目部开拓海外市场，目前海外业务主要以以色列、巴拿马等西亚、南亚、中美洲国家为主，业务规模不大。业主以当地政府部门为主，回款基本正常。公司海外工程结算以美元为主，部分为人民币结算，项目收支轧差后汇入铁工（香港）财资管理有限公司。中诚信国际将对海外业务面临的政治经济形势、汇率风险、法律风险及业务的承揽履约情况保持关注。

投融资项目大部分为参与跟投的中国中铁体系内项目，风险相对可控。

近年来，公司从投资源头介入，以投融资带动总承包，实现投资与施工联动。2022 年，公司通过 PPP 模式承揽了厦门市湖里区停车场 PPP 项目包（第一期）等项目，带动施工合同额增加 45.00 亿元；当期，公司未新增 BOT 项目。

截至 2023 年 3 月末，公司自主投资建设的 BT 项目共 4 个，基本回购完毕。同期末，公司自主投资的 BOT 项目有 1 个²，为参股项目，项目总投资为 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 0.15 亿元。

PPP 项目方面，公司签订 PPP 投资合同的项目共 25 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（以下简称“苍南国道 PPP 项目”）于 2021 年纳入报表外，其余 24 个项目均为非并表项目，其中 4 个为外部跟投项目，20 个是参与跟投中国中铁的项目。上述控、参股 PPP 项目预计总投资额为 5,106.62 亿元，带动公司工程新签合同额 404.00 亿元，涉及到公司资本金应投入 13.57 亿元，累计已实缴资本金 7.94 亿元，投资压力不大；同期末上述项目累计实现运营回款 12.64 亿元，主要来自湖州、安阳、苍南等早期开展的 PPP 项目。公司所有的投融

² 公司参股的其余 4 个 BOT 项目，均签订了 PPP 投资协议，故将其纳入 PPP 项目统计。

建项目投资均需经过中国中铁审批，目前以小比例参股跟投为主，风险较为可控，但因 PPP 项目回收周期较长，仍需对项目的后续回款、退出情况保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，受项目决算审计及调概周期较长、施工复杂及机械化成本较高等因素影响，中铁隧道局整体盈利能力有待进一步提升；2022 年资产规模持续增长，两金占比相对稳定，权益积累较为缓慢，整体财务杠杆水平有所上升；经营获现能力较好，投资支出有所增长，依靠内部流动性及外部融资可实现到期债务接续。

2022 年铁路工程调概等因素对公司盈利有较大改善，但整体盈利能力仍有待进一步提升。

公司以铁路、公路、轨道交通和市政等基建施工业务为主，近年来营业总收入保持增长态势。从盈利能力来看，铁路工程盈利能力较弱，但随着 2022 年初铁路工程整体调概，该板块毛利率有所提升；公司承揽的项目多涵盖复杂的地下施工工程，自有设备较多，TBM/盾构机等机械化施工成本及折旧摊销额较高，公路、轨道交通项目毛利率低于行业平均水平，且轨交毛利率持续下行；房建和其他工程收入规模较小，因个别项目处于施工高峰期，成本增加较快，毛利率持续下行。整体来看，2022 年公司营业毛利率有所提升。2023 年一季度，公司营业总收入同比增长 20.09%，因施工成本增加，营业毛利率同比减少 1.26 个百分点。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程承包：	455.93	5.78	536.21	4.31	573.58	5.06	155.22	3.20
铁路工程	74.43	0.08	80.05	-4.30	108.79	-1.61	42.10	0.81
市政工程	104.14	8.98	130.03	8.02	146.99	9.99	33.17	4.78
公路工程	86.86	3.77	115.37	4.94	116.52	7.29	32.99	5.94
轨道交通	148.16	5.72	157.32	3.46	135.63	2.80	27.13	3.00
房建工程	8.99	9.58	16.02	4.88	20.89	4.14	6.81	2.26
其他工程	33.35	12.97	37.43	11.24	42.70	6.61	12.93	0.74
设计业务	--	--	--	--	0.10	2.89	--	--
物资贸易	0.14	23.89	0.77	22.80	1.94	15.36	0.10	21.45
其他收入	4.54	20.64	5.31	20.00	6.46	8.62	1.79	18.56
营业总收入/营业毛利率	460.47	5.93	542.29	4.49	580.05	5.13	157.01	3.38

注：其他工程主要包括洞库、管廊、水电、机电安装等业务；其他收入主要包括技术服务咨询、产品材料销售、租金收入等。

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司所在领域专业性较强，为保持行业内竞争力，公司研发支出处于较高水平，同时因从业人数较多、项目复杂度较高，公司管理费用亦保持高位。此外，公司对 PPP 项目等投入的资本金回报及存款利息收入对利息费用形成较大冲抵，财务费用呈持续下降态势。整体来看，公司期间费用率持续下降。2023 年 1~3 月，公司期间费用率同比下降 1.25 个百分点。

公司利润主要由经营性业务利润构成，受毛利率提升影响，2022 年经营性业务利润明显增长。公司坏账损失绝大部分按照年限计提，减值科目发生额较小。投资损失则主要为应收账款终止确认产生的损失，2022 年相关损失为 0.81 亿元。上述因素影响下，公司利润总额和 EBIT 利润率均有所改善。2023 年一季度，公司利润总额同比小幅提升。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
管理费用	7.73	7.52	8.20	1.62
研发费用	11.25	10.98	11.18	1.45
财务费用	1.79	1.30	0.88	-0.03
期间费用率	4.57	3.70	3.54	1.97
经营性业务利润	5.29	3.74	8.30	1.93
资产减值损失	-0.52	-0.33	-0.56	0.0003
信用减值损失	0.01	0.32	-0.05	0.0006
投资收益	-0.22	-0.02	-0.65	0.01
利润总额	5.13	3.38	6.63	1.73
EBIT	6.08	4.38	8.16	--
EBIT 利润率	1.32	0.81	1.41	--

注：上表中“-”代表损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年公司资产规模持续增长，两金占比相对稳定，权益积累较为缓慢，整体财务杠杆水平有所上升。

2022 年公司资产规模持续增长，以货币资金、应收账款和合同资产等为主的流动资产占比较高，符合其并表投融建项目少的业务特点。为维持日常经营需要，公司保持一定规模的货币资金，2023 年 3 月末，非受限货币资金为 38.94 亿元。此外，公司存放于中铁财务有限责任公司资金集中管理专户的款项有 12.51 亿元，可随时支取。

近年末公司两金规模占营业总收入的比重基本保持稳定，两金规模控制较好。其中，应收账款主要为应收工程款，公司加强应收账款管理，并采用资产证券化、保理等方式加速款项回流，2022 年终止确认应收账款 20.37 亿元，使得当年科目金额同比下降。公司应收账款账龄结构较短，且全部按照组合方式计提坏账准备，欠款方多为政府或其他国有性质客户，其中来自中国铁路工程集团有限公司（以下简称“中铁工”）体系内客户的应收账款占比为 69.93%，信用风险较为可控。公司合同资产主要由已完工未结算款以及工程质保金等构成，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，双清推进难度大，累积形成大额已完未验资产，2022 年合同资产规模进一步增长。此外，以一年以上质保金为主的其他非流动资产持续增长，对公司资金亦造成较大占用。

负债方面，工程施工企业对营运资本需求较高，负债水平较高是建筑施工行业的普遍特征。公司应付账款维持高位，以应付材料采购款、劳务费和工程款等为主。为缓解部分资金压力，公司与分包商签订的分包合同一般会随主合同进度，在付款周期、付款安排等条款方面与业主支付给公司的进度保持一致。有息债务方面，公司利用低息政策性贷款进行债务置换，并新增了资金成本较低的长期借款用于川藏铁路项目建设，债务规模有所增长，但融资成本持续降低，债务期限结构进一步改善。

利润积累的影响下，公司所有者权益持续增长。2022 年，公司向股东及永续债投资者分配利润共 2.66 亿元，加之公司投资的成都开辰锐融投资合伙企业等结构化主体出表，少数股东权益下降，导致权益规模积累缓慢。同时，控股股东中国中铁继续以上缴利润返还的方式对公司小额增资，当年返还 0.34 亿元。整体来看，因债务增速快于权益增速，公司总资本化比率和资产负债

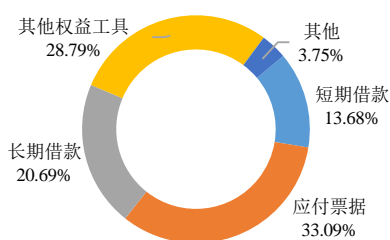
率均有所上升。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
货币资金	27.56	52.28	58.15	52.62
应收账款	58.35	70.46	64.41	76.74
合同资产	114.66	119.98	141.51	157.75
流动资产	278.07	295.38	324.17	354.45
其他非流动资产	46.57	75.40	80.15	87.22
非流动资产	121.54	156.23	156.33	161.98
总资产	399.61	451.61	480.51	516.44
应付账款	165.95	187.91	185.60	217.48
其他应付款	41.70	55.33	56.16	56.96
总负债	324.84	357.99	386.13	421.59
应付票据	36.57	49.70	36.79	33.90
短期债务/总债务	79.46	57.80	49.89	44.73
总债务	60.80	102.49	111.17	110.84
实收资本	29.98	29.98	29.98	29.98
未分配利润	10.25	9.05	11.47	12.68
其他权益工具	12.02	32.00	32.00	32.29
所有者权益合计	74.77	93.62	94.38	94.85
资产负债率	81.29	79.27	80.36	81.63
总资本化比率	49.21	62.45	64.06	63.92

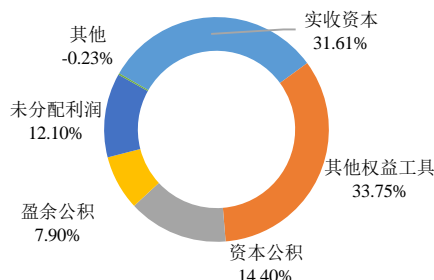
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营获现能力较好；投资支出稳步增长，融资需求相应增加；偿债指标有所提升，依靠内部流动性及外部融资可实现到期债务接续。

公司经营获现能力较好，经营活动现金流呈持续净流入态势，2022 年收现比和付现比均有所提升。投资活动方面，公司对外投资支出稳定增长，但因归集至中国中铁资金集中管理专户的资金增加，导致投资活动现金流净流出规模增大。2022 年，公司融资需求增加，债务规模增长，筹资性现金流净流入规模亦相应增加。2023 年一季度，受季节性集中支付影响，经营性净现金流呈净流出态势。

偿债指标方面，随着盈利能力的改善，EBITDA 对总债务本息的覆盖程度均有所增长，同时，非受限货币资金对短期债务的保障亦有所提升。此外，2022 年公司营运资本增加使得 FFO 对总债务的覆盖倍数提升。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	12.44	9.35	10.84	-6.08
投资活动净现金流	-13.83	6.81	-22.35	1.49
筹资活动净现金流	-6.95	6.00	17.16	-0.21
收现比	1.13	1.02	1.10	0.86
付现比	1.08	0.97	1.04	0.87
非受限货币资金/短期债务	0.33	0.65	0.79	0.79
总债务/EBITDA	4.32	8.86	5.46	--
EBITDA 利息覆盖倍数	10.52	7.76	8.61	--
FFO/总债务	0.20	0.09	0.16	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 14.44 亿元，占当期末净资产的比重为 15.30%；受限资产全部为以票据保证金、保函保证金、农民工保证金以及存放于境外汇回受限款项等为主的货币资金。

截至 2022 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼；对外担保方面，公司仅对中国上海外经（集团）有限公司担保金额为 880 万美元³，属于反担保措施。

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，2020 年~2023 年 4 月，公司所有借款均到期还本、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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁴

假设

- 预计 2023 年中铁隧道局新签合同额将保持增长态势。
- 预计 2023 年中铁隧道局投资支出呈相对稳定态势。
- 预计 2023 年中铁隧道局盈利稳中略升。

预测

表 11：预测情况表（%）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	62.45	64.06	65.00~67.00
总债务/EBITDA	8.86	5.46	5.50~8.50

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，中铁隧道局的流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求可形成一定覆盖。

³ 约为人民币 6,139.06 万元。

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

公司保持了一定的经营获现能力，合并口径现金及等价物储备尚可，且未使用授信充足，对债务覆盖程度高。公司年度经营活动净现金流持续为正，2023 年 3 月末非受限货币资金为 38.94 亿元，除应付票据外，同期末合并范围内债务规模为 69.48 亿元，综合融资成本较低，债务期限结构分布较为均匀，2023 年内到期的债务为 22.00 亿元，现金储备可对其形成良好覆盖。此外，同期末公司共获得银行授信额度 1,007.40 亿元，剩余未使用额度为 613.20 亿元，备用流动性较为充足。

公司资本支出中，设备购置、厂房修建等生产性投资支出，基本保持稳定；对 PPP 等投融建项目的资本金支出相对较少，但较上年小幅增长，预计随着公司新增 PPP 项目的建设推进，与之相关的资本开支将稳步增加。此外，2022 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出为 3.62 亿元，较上年有所下降。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求可形成一定覆盖。

表 12: 截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况 (亿元)

	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 及以后到期
合并口径	22.00	17.76	30.62
银行融资	12.00	1.76	24.62
公开债务	10.00	16.00	6.00
其他	--	--	--
本部口径	22.00	16.66	16.84
银行融资	12.00	0.66	10.84
公开债务	10.00	16.00	6.00
其他	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本部方面，公司投融资权限集中于本部，故所属债务以本部为主，期限结构分布较为均匀。2023 年 3 月末，公司本部层面非受限货币资金为 35.74 亿元，本部未使用授信额度为 438.66 亿元，相对于债务规模，资金储备可对其形成良好覆盖。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，作为建筑施工类企业，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。公司每季度对在建设项目从合同工期、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，安全生产和环境保护资金投入逐年增长。近三年公司未发生一般事故以上的安全生产事故和环保事故。

表 13: 近年来公司安全、环保资金投入情况 (亿元)

	2020	2021	2022
安全生产投入	8.50	9.91	10.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。且建筑企业从业人员较多，公司可为缓解就业压力作出一定贡献。

公司治理方面，公司目前已形成较为完善的治理结构和内控体系。截至 2023 年 3 月末，公司董事会由 6 名董事组成，其中外部董事 4 名，内部董事 2 名，全部由中国中铁委派任命；设董事长 1 名，由中国中铁指定。监事会由 3 名监事组成，其中 1 名为职工董事，其余由中国中铁委派任命。2023 年 5 月，公司董事长、总经理发生变更，系正常职务调整，新任人员仍由中国中铁提名；中诚信国际认为，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。相关制度方面，公司在施工管理、投资管理、财务及资金管理等方面设立了相应制度，现有的内控制度覆盖了公司运营的各层面和各环节，形成了规范的管理体系。公司在财务资金方面采用收支两条线集中管理制度，公司及下属子公司实行每日归集，国内大部分资金归集至中铁财务有限责任公司，少部分资金归集至中国中铁财务清算中心，海外资金归集至铁工（香港）财资管理有限公司，且归集资金可随时存取。公司战略方面，公司仍将以隧道及地下工程领域施工为核心主业，以转型升级、提质增效为主线，强化资源、技术、品牌及产业一体化优势，实现主营业务高端化、经营视野国际化、子分公司专业化、业务板块协同化、项目管理标准化。

外部支持

控股股东中国中铁是我国最大的铁路施工企业集团之一，拥有突出的行业地位和竞争实力。公司是中国中铁下属重要子企业之一，长期以来能够得到中国中铁在资源、品牌、融资增信、流动性等多方面的支持

公司控股股东中国中铁是我国大型建筑央企，连续 9 年被国务院国资委评定为业绩考核 A 级企业，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，拥有突出的战略地位和竞争实力。2022 年中国中铁位居《财富》世界 500 强第 34 位，位居 ENR 全球承包商 250 强第 2 位。公司是中国中铁下属重要子企业之一，长期以来能够得到其在资源、品牌、融资增信、流动性等多方面的支持。近三年，中国中铁连续以上缴利润返还的方式对公司进行增资，2022 年增加资本公积 0.34 亿元，未来三年仍有对公司增资的可能。资金支持方面，中铁财务有限责任公司每年会给予公司一定的授信额度，2022 年末授信额度为 60.00 亿元，资金利率区间为 2.90%~3.55%，且中国中铁亦可对公司提供差额担保、资金拆借等信用支持。此外，公司还通过中国中铁平台进行部分铁路与轨道交通等业务的承揽，2020~2022 年公司向以中国中铁为主的关联方销售商品、提供劳务的规模分别为 109.51 亿元、152.86 亿元和 140.36 亿元。

同行业比较

中诚信国际选取了中国水利水电第十一工程局、中铁北京工程局集团有限公司作为中铁隧道局的可比公司，上述公司均为建筑施工企业，具有较高的可比性。

中诚信国际认为，与同行业相比，中铁隧道局在铁路、隧道等施工领域具有很强的竞争优势，技术实力突出；项目质量和业主结构比较优质，民营房企业主占比很低，且业务发展比较均衡，对单一业务依赖度小；但受业务结构影响，盈利能力处于同业偏低水平；并表 PPP 项目少，偿债压力可控。

偿债保障措施

中国中铁为“21 铁隧 Y1”、“21 铁隧 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

中国中铁系经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 2023 年 3 月末，中国中铁总股本 247.52 亿元，中铁工持有其 46.96% 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。2022 年位居《财富》世界 500 强第 34 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。2022 年，中国中铁实现营业总收入 11,543.58 亿元，同比增长 7.56%；实现净利润 349.72 亿元，同比增长 14.78%。截至 2023 年 3 月末，中国中铁总资产为 16,560.63 亿元，所有者权益为 4,353.52 亿元，资产负债率为 73.71%。

综合来看，中诚信国际维持中国中铁主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的全额不可撤销连带责任保证担保对上述债项还本付息起到有力保障作用。

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的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 铁隧 Y1”、“21 铁隧 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”的信用等级为 **AAA**。

附二：中铁隧道局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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	275,618.91	522,839.78	581,548.12	526,168.64
应收账款	583,491.82	704,558.91	644,130.29	767,350.79
其他应收款	330,020.55	105,780.29	194,486.00	172,368.25
存货	187,278.30	198,770.13	184,813.08	206,335.91
长期投资	149,070.35	122,883.27	156,859.99	160,510.53
固定资产	374,523.14	466,543.50	426,983.60	404,199.45
在建工程	33,188.70	46,800.55	60,459.76	62,756.95
无形资产	69,797.13	68,397.93	66,605.63	66,084.71
资产总计	3,996,070.13	4,516,137.78	4,805,072.97	5,164,358.31
其他应付款	416,952.08	553,264.18	561,569.97	569,622.23
短期债务	483,070.43	592,354.40	554,582.77	495,800.80
长期债务	124,896.59	432,532.59	557,083.93	612,636.72
总债务	607,967.03	1,024,886.99	1,111,666.70	1,108,437.53
净债务	448,219.05	642,649.87	674,516.46	719,060.93
负债合计	3,248,375.31	3,579,936.49	3,861,253.36	4,215,884.95
所有者权益合计	747,694.81	936,201.29	943,819.62	948,473.36
利息支出	13,362.07	14,889.96	23,655.01	--
营业总收入	4,604,712.86	5,422,916.99	5,800,516.90	1,570,086.53
经营性业务利润	52,864.24	37,417.61	83,028.92	19,339.75
投资收益	-214.72	-212.59	-6,461.83	104.01
净利润	43,784.03	26,890.26	54,140.90	15,111.80
EBIT	60,818.11	43,797.05	81,599.52	--
EBITDA	140,606.47	115,618.28	203,669.14	--
经营活动产生的现金流量净额	124,400.22	93,488.99	108,440.28	-60,753.80
投资活动产生的现金流量净额	-138,320.81	68,074.43	-223,475.07	14,914.23
筹资活动产生的现金流量净额	-69,512.55	59,955.66	171,593.48	-2,082.53
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	5.93	4.49	5.13	3.38
期间费用率(%)	4.57	3.70	3.54	1.97
EBIT 利润率(%)	1.32	0.81	1.41	--
总资产收益率(%)	1.48	1.03	1.75	--
流动比率(X)	0.89	0.87	0.93	0.93
速动比率(X)	0.83	0.81	0.88	0.87
存货周转率(X)	21.84	26.83	28.69	31.03*
应收账款周转率(X)	7.48	8.42	8.60	8.90*
资产负债率(%)	81.29	79.27	80.36	81.63
总资本化比率(%)	49.21	62.45	64.06	63.92
短期债务/总债务(%)	79.46	57.80	49.89	44.73
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.18	0.08	0.08	-0.23*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.23	0.13	0.16	-0.51*
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	9.31	6.28	4.58	--
总债务/EBITDA(X)	4.32	8.86	5.46	--
EBITDA/短期债务(X)	0.29	0.20	0.37	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	10.52	7.76	8.61	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.55	2.94	3.45	--
FFO/总债务(X)	0.20	0.09	0.16	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款中的有息部分调整至短期债务，将长期应收款中的有息部分、其他权益工具中的永续债调整至长期债务；3、将混合型证券的利息支出计入债务利息支出；4、带*指标已经年化处理；5、因缺少 2023 年一季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

附三：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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	17,476,828.50	17,891,275.00	23,858,410.40	19,585,528.00
应收账款	10,787,664.50	12,212,035.40	12,223,778.90	14,820,275.30
其他应收款	3,166,620.30	3,254,932.90	3,502,253.30	3,883,115.10
存货	19,266,173.00	20,344,579.70	20,787,101.80	22,500,396.70
长期投资	11,750,214.10	14,357,796.20	15,750,841.60	16,159,151.80
固定资产	6,545,803.30	6,755,091.60	6,680,562.90	6,698,995.40
在建工程	593,898.30	684,736.80	5,070,520.60	5,211,118.50
无形资产	7,762,025.90	12,562,476.20	17,007,512.30	17,609,760.30
资产总计	120,012,210.80	136,172,618.30	161,316,584.30	165,606,260.30
其他应付款	7,439,281.90	9,299,735.50	8,906,281.40	8,223,412.90
短期债务	15,579,988.30	18,443,860.50	20,389,838.60	20,725,627.10
长期债务	21,645,095.60	26,703,682.40	34,900,160.20	36,758,643.90
总债务	37,225,083.90	45,147,542.90	55,289,998.80	57,484,271.00
净债务	22,678,712.70	30,335,981.10	34,545,419.00	37,898,743.00
负债合计	88,692,785.30	100,338,360.00	119,010,694.10	122,071,028.20
所有者权益合计	31,319,425.50	35,834,258.30	42,305,890.20	43,535,232.10
利息支出	1,274,292.40	1,436,127.60	1,697,286.20	--
营业总收入	97,474,879.00	107,327,172.50	115,435,849.20	27,262,466.90
经营性业务利润	4,002,644.60	4,620,895.20	4,806,644.70	1,077,547.80
投资收益	79,835.80	63,128.50	116,359.80	87,872.30
净利润	2,724,942.90	3,046,951.50	3,497,213.10	886,646.40
EBIT	3,934,095.70	4,612,807.80	5,190,871.10	--
EBITDA	5,011,725.10	5,705,394.00	6,340,629.50	--
经营活动产生的现金流量净额	3,099,407.10	1,306,946.60	4,355,194.50	-3,802,425.00
投资活动产生的现金流量净额	-6,314,271.30	-7,745,822.60	-8,438,839.20	-1,810,417.80
筹资活动产生的现金流量净额	4,020,265.90	6,736,535.90	9,636,492.40	2,877,813.40

财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	9.95	10.00	9.81	8.91
期间费用率（%）	5.61	5.49	5.41	4.75
EBIT 利润率（%）	4.05	4.31	4.51	--
总资产收益率（%）	3.28	3.39	3.22	--
流动比率（X）	1.05	1.02	1.03	1.04
速动比率（X）	0.78	0.76	0.79	0.78
存货周转率（X）	4.54	4.74	5.00	4.40*
应收账款周转率（X）	9.00	8.77	9.42	7.34*
资产负债率（%）	73.90	73.68	73.77	73.71
总资本化比率（%）	58.91	61.10	60.90	61.02
短期债务/总债务（%）	41.85	40.85	36.88	36.05
经调整的经营产生的现金流量净额/ 总债务（X）	0.05	0.00	0.05	-0.26*
经调整的经营产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	0.12	-0.01	0.13	-0.73*
经营活动产生的现金流量净额利息保障 倍数（X）	2.43	0.91	2.57	--
总债务/EBITDA（X）	7.43	7.91	8.72	--
EBITDA/短期债务（X）	0.32	0.31	0.31	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.93	3.97	3.74	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.09	3.21	3.06	--
FFO/总债务（X）	0.04	0.06	-0.05	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将计入其他应付款中的有息部分调整至短期债务，将其他权益工具和少数股东权益中的永续债调整至长期债务；3、将混合型证券的利息支出计入债务利息支出；4、带*指标已经年化处理；5、因缺少 2023 年一季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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	
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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)
	现金周转天数	营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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”。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 客观 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn