



中铁隧道局集团有限公司

2024 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[2024]跟踪 1127 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 6 月 24 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 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”、“23 铁隧 Y1”、“23 铁隧 Y2”	AAA
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。	
评级观点	<p>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、隧道等领域具有较高的市场地位；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盈利能力有待进一步提升；财务杠杆比率偏高；工程项目的减值和回款及时性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。</p>	
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	<p>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。</p> <p>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。</p>	

正面

- 在铁路、隧道施工领域保持了较高的市场地位
- 业主结构较优，项目储备可对业绩稳定性提供良好支撑
- 融资渠道畅通，控股股东实力雄厚且对公司支持力度大，且具有有效的偿债担保措施

关注

- 盈利能力仍有待进一步提升
- 财务杠杆比率偏高
- 业主资金趋紧背景下，部分项目面临的减值压力和整体经营回款情况值得关注

项目负责人：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@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）	2021	2022	2023	2024.3
总资产（亿元）	451.61	480.51	632.33	638.39
所有者权益合计（亿元）	93.62	94.37	96.44	97.84
总负债（亿元）	357.99	386.15	535.89	540.56
总债务（亿元）	102.49	111.17	94.93	98.02
营业总收入（亿元）	542.29	580.05	626.13	157.29
净利润（亿元）	2.69	6.32	6.24	1.58
EBIT（亿元）	4.38	8.16	10.03	--
EBITDA（亿元）	11.56	20.37	19.76	--
经营活动净现金流（亿元）	9.35	10.84	11.05	-19.81
营业毛利率(%)	4.49	5.13	5.63	3.81
总资产收益率(%)	0.97	1.75	1.80	--
EBIT 利润率(%)	0.81	1.41	1.60	--
资产负债率(%)	79.27	80.36	84.75	84.67
总资本化比率(%)	62.45	64.06	59.57	59.93
总债务/EBITDA(X)	8.86	5.46	4.80	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.76	8.61	9.94	--
FFO/总债务(X)	0.09	0.17	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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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）	2021	2022	2023	2024.3
资产总计（亿元）	13,617.26	16,132.82	18,294.39	18,573.90
所有者权益（亿元）	3,583.43	4,230.18	4,599.02	4,709.45
负债合计（亿元）	10,033.84	11,902.64	13,695.37	13,864.45
营业总收入（亿元）	10,732.72	11,543.58	12,634.75	2,656.46
净利润（亿元）	304.70	349.67	376.36	80.27
营业毛利率(%)	10.00	9.81	10.01	8.58
资产负债率(%)	73.68	73.78	74.86	74.64
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	130.69	435.52	383.63	-680.65
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-774.58	-843.88	-746.41	-126.10
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	673.65	963.65	271.31	360.72

注：1、中诚信国际根据公开披露的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；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（2023 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）
中铁北京工程局集团有限公司	825.16	336.91	0.90	83.84	2.56
中铁隧道局集团有限公司	1,094.54	626.13	1.60	84.75	-0.27

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，民营房企主占比很低，且业务发展比较均衡，对单一业务依赖度小，并表 PPP 项目少，偿债压力可控，但杠杆水平偏高。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

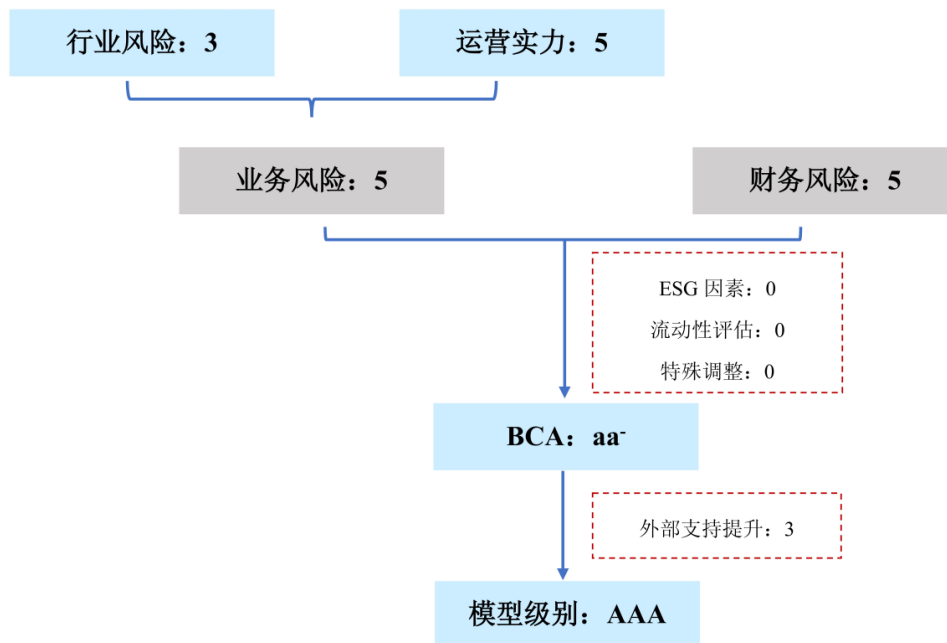
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 铁隧 Y2	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出具日	10.00/10.00	2021/12/27~2024/12/27 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销的连带责任保证担保
22 铁隧 Y1	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出具日	6.00/6.00	2022/12/13~2024/12/13 (2+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销的连带责任保证担保
22 铁隧 Y2	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出具日	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、全额不可撤销的连带责任保证担保
23 铁隧 Y1	AAA	AAA	2023/11/21 至本报告出具日	5.00/5.00	2023/12/20~2025/12/20 (2+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销的连带责任保证担保
23 铁隧 Y2	AAA	AAA	2023/11/21 至本报告出具日	5.00/5.00	2023/12/20~2026/12/20 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销的连带责任保证担保

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
中铁隧道局	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/6/21 至本报告出具日

● 评级模型

中铁隧道局集团有限公司评级模型打分(C180000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司与股东方在业务范围、区域合作等方面较为契合，近年来能够持续为其贡献投资收益；同时，股东方实力雄厚，亦能为公司在业务发展等多方面提供较大支持，跟踪期内外部支持无变化，外部支持调升 3 个子级。

模型级别: 模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

方法论: 中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

2023 年地产行业景气度低位震荡和政府化债进度等因素较大程度上拖累了建筑业总产值增长，行业效益继续下滑。稳增长政策持续加码，将为建筑业带来结构性机会，但在下游回款及投资需求未得到实质改善的前提下，2024 年建筑行业增长或仍将承压。

受下游行业景气度和资金情况等拖累，2023 年建筑业总产值增速进一步下行。考虑到目前大部分分化债手段主要解决短期流动性问题，长期债务化解仍需要在财政和货币政策的实施中着眼提高投入产出效率，因此在当前地方政府仍处于资金紧平衡状态和房地产仍处于底部修复期的背景下，2024 年建筑业总产值增速大幅提升概率仍较低。但国务院及住建部等部门均提出未来要加大保障性住房建设和供给，我国住房供应体系或将发生变化，房地产行业将出现商品房和保障房并重的格局，建筑企业房建业务内部结构占比将随之变化，同时，中央强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，建筑企业在重大水利工程、生态保护和修复以及保障性租赁住房、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”等领域仍存在结构性投资机会。

详见《中国建筑行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10946?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内中铁隧道局产权结构稳定，保持了在铁路及隧道工程领域较高的市场地位，资质较为齐备，2023 年新签合同额小幅增加，项目质量及业主结构较优，各业务类型和区域项目承揽较为均衡，PPP 项目以股东体系内跟投为主，风险相对可控；但在业主资金偏紧的背景下，但仍需对公司部分项目面临的减值压力和整体经营回款情况保持关注。

2023 年以来公司产权结构无大变化，两会一层部分人员发生变动，未发生对合并范围及业务结构产生重大影响的投资、资产整合和剥离行为，公司战略方向明确。

跟踪期内公司实收资本新增 10.02 亿元²，截至 2024 年 3 月末公司实收资本 40.00 亿元，控股股东中国中铁持股 100.00%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2023 年以来公司未发生对合并范围及业务结构产生重大影响的投资、资产整合和剥离行为。

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

¹ 因退休或工作调动，2023 年以来公司董监高构成均发生调整，其中 2023 年 4 月公司董事长和总经理发生变动，经股东大会选举，分别任命高伟和易国良担任董事长和总经理，截至 2024 年 3 月末公司董事会成员 7 名，其中外部董事 4 名，内部董事 3 名。

² 2023 年度，根据《中国中铁关于做好 2022 年度内部利润分配相关工作事宜的通知》，中国中铁以返还上缴利润的方式对公司进行增资，增加资本公积人民币 35,040,000.00 元；且当年根据《中国中铁关于中铁隧道局增资事宜的批复》，将持有公司的 1,002,311,748.43 元的资本公积转为实收资本。

化、业务板块协同化、项目管理标准化，战略方向明确。

跟踪期内公司保持了在铁路及隧道工程领域较高的市场地位，业主资质和结构较为优质，大项目承揽占比维持高位，但仍需对公司部分项目面临的减值压力和整体经营回款情况保持关注。

跟踪期内公司保持了在铁路及隧道工程领域较高的市场地位。2024 年 5 月公司荣获中国施工企业管理协会颁发的“中国建造隧道工程品牌企业”，是全国仅有的 2 家隧道工程品牌企业之一。此外，公司拥有铁路工程、公路工程和市政公用工程领域的“三特三甲”资质，施工资质较全，跟踪期内高等级资质未发生变化。

项目承揽方面，2023 年以来房地产行业低位运行、部分地方政府财力紧张和化债压力较大、PPP 项目暂停等因素对建筑行业项目承揽带来较大影响，加之公司项目承揽更加谨慎，2023 年新签合同额保持稳定。同时，公司业主以政府类平台、国企等为主，业主整体资质水平较优，且大型目占比维持高位。**中诚信国际认为**，当前建筑企业项目推进过程中面临的回款压力依旧突出，跟踪期内公司“两金”规模亦呈较快增长态势，需对公司部分在手项目面临的减值压力和整体经营回款情况保持关注。

表 1：近年来公司大项目承揽情况（亿元、X、%）

	2021	2022	2023	2024.1~3
新签合同额	948.58	1,091.07	1,094.54	133.17
营业总收入	542.29	580.05	626.13	157.29
新签合同额/营业总收入	1.75	1.88	1.75	0.85
5 亿元及以上合同金额	782.33	840.03	888.95	84.53
5 亿元及以上合同占比	82.47	76.99	81.22	63.48
国企/政府业主占比	98.35	90.91	83.87	86.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内公司加强属地化营销能力，业务类型和区域多元化程度高，但各地区新签合同额易受大体量项目影响而有所波动。

公司业务多元化程度高，跟踪期内各类型工程新签合同额占比较为均衡，但趋势有所分化。其中，2023 年政府投资类项目放缓且市场竞争加剧，公司加强经营力度，公路和轨道交通承揽规模均有所提升，但铁路和市政工程新签合同额均同比下降，其中铁路工程新签合同额受市场大项目招标数量减少影响降幅较大。2023 年公司房建工程承揽规模扩大，以政府投资的公共建筑、大型综合开发项目等为主。同时，公司积极拓展水利水电、新能源等新兴业务项目的承揽，相关领域新签合同额同比提升。此外，2023 年公司在大盾构细分市场承揽数量及规模排名第一，继续保持很强的市场竞争力。

表 2：近年来公司新签合同额业务构成（亿元、%）

新签合同额	2021		2022		2023	
	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	254.56	26.84	329.99	30.24	105.87	9.67
公路工程	87.35	9.21	205.73	18.86	281.75	25.74
轨道交通	49.16	5.18	89.97	8.25	116.04	10.60
市政工程	199.35	21.02	159.72	14.64	147.89	13.51
房建工程	235.57	24.83	97.13	8.90	160.97	14.71
其他	122.58	12.92	208.53	19.11	282.02	25.77
合计	948.58	100.00	1,091.07	100.00	1,094.54	100.00

注：1、其他工程主要包括水利水电工程、新能源、洞库、管廊、机电安装等业务；2、合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

跟踪期内公司持续推进属地化建设，加强二级分子公司营销能力，整体区域布局较为分散，但各地区新签合同额易受大体量项目影响而有所波动。具体来看，2023 年公司在华东、华中、华南、华西地区的承揽规模有所回落，华北和西南地区承揽规模有较大提升，整体的区域分布较为多元化。

海外项目承揽方面，公司海外业务主要以巴拿马、以色列等西亚、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，部分以当地币结算，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形势、汇率风险、法律风险及业务的承揽履约情况保持关注。

表 3：近年来公司新签合同额区域构成（亿元、%）

	2021		2022		2023	
	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	104.13	10.98	261.68	23.98	203.99	18.64
华南地区	210.46	22.19	266.22	24.40	243.30	22.22
华中地区	230.51	24.30	109.12	10.00	94.55	8.64
华北地区	41.77	4.40	65.95	6.04	101.24	9.25
西南地区	167.20	17.63	160.05	14.67	299.89	27.40
华西地区	171.54	18.08	204.50	18.74	118.77	10.85
海外地区	22.97	2.42	23.55	2.16	32.80	3.00
合计	948.58	100.00	1,091.07	100.00	1,094.54	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

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。

截至 2024 年 3 月末，公司在手投资项目 35 个，其中公司 PPP、BOT 和 BT 项目分别为 27 个、4 个和 4 个。其中 PPP 项目均为非并表项目，外部跟投 4 个，其余均是参与跟投中国中铁的项目；自主参股投资的 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 亿元，尚需投资资本金 0.15 亿元；上述 PPP 和 BOT 项目涉及到公司资本金投入 26.38 亿元，带动公司工程新签合同额 439.45 亿元，已累计实缴资本金 21.74 亿元，后续投资压力相对可控。公司在手 BT 项目均已完工且基本完成回购。PPP 新机制推出及政府化债压力较大的背景下，公司投融资项目承揽更加谨慎，所有的投融资项目仍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，跟踪期内公司盈利能力有所改善，但仍有待进一步提升；资产规模持续增长，经营获现能力较好，部分偿债指标有所优化，依靠内部流动性及外部融资可实现到期债务接续。

盈利能力

公司在手项目储备较为充足，项目推进使得 2023 年营业总收入进一步增长，铁路工程二次经营

³使得营业毛利率上升较多，经营性业务利润和 EBIT 利润率亦稳步上升；公司业主结构较好，坏账损失绝大部分按照年限计提，减值科目发生额较小，需对未来减值计提情况保持关注；投资损失则主要为应收账款终止确认产生的损失，对利润产生一定侵蚀。此外，2023 年公司营业外支出同比上升较多，亦对公司利润造成一定侵蚀。但综合影响下，2023 年公司利润总额保持增长，但整体盈利能力仍有待进一步提升。2024 年第一季度，公司利润总额同比小幅提升。

表 4：近年来公司各板块营收和毛利情况（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程承包	536.21	4.31	571.54	5.06	617.74	5.46	154.46	3.86
铁路工程	80.05	-4.30	108.79	-1.61	178.34	3.20	51.31	-0.05
市政工程	130.03	8.02	147.00	9.99	137.05	7.22	35.57	2.93
公路工程	115.37	4.94	116.52	7.29	110.70	6.66	24.44	5.52
轨道交通	157.32	3.46	135.63	2.80	117.50	3.70	25.49	4.14
房建工程	16.02	4.88	20.89	4.14	24.29	8.65	5.34	17.28
其他工程	37.43	11.24	42.70	6.61	49.86	8.57	12.31	13.13
物资贸易	0.77	22.80	1.94	15.36	0.37	-1.78	1.01	-1.69
其他收入	5.31	--	6.57	---	8.02	--	1.82	--
营业总收入/营业毛利率	542.29	4.49	580.05	5.13	626.13	5.63	157.29	3.81

注：1、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；2、部分合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2023 年末公司资产规模增长较快。其中，在业主流动性趋紧的背景下，公司大力推进清收清欠工作，强化资金集中管理，货币资金保持在一定规模，可动用部分较充裕；但与工程项目推进和结算相关的合同资产、应收账款和其他非流动资产仍增长较快，且占总资产比重同比上升较多。负债方面，跟踪期内公司应付账款规模因与上游结算放缓而大幅上升；但整体来看，跟踪期内公司对外部融资需求不高，随着 228 国道苍南龙港至龙沙段 PPP 项目因部分股权被收购出表，有息债务规模有所下降。在利润积累的影响下，公司所有者权益持续增长；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且将资本公积转增实收资本。综合影响下，2023 年末资产负债率同比上升，而总资本化比率同比下降。2024 年 3 月末，公司资产和资本结构变化不大。

现金流及偿债情况

2023 年公司保持了较好的经营获现能力；投资支出仍维持在一定规模，但因归集至中国中铁资金集中管理专户的资金减少，加之公司投融资项目拓展放缓，导致投资活动现金流净流出规模明显下降；同时因公司债务融资需求不大，筹资活动净现金流入规模同比下降较多。2024 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。

随着盈利能力的改善和债务规模下降，EBITDA 对总债务本息的覆盖程度有所提升，同时，非受限货币资金对短期债务的保障亦有所提升，整体来看公司偿债能力很强。截至 2024 年 3 月末，

³ 二次经营具体包括设计变更、索赔、调差、调概等工作。

公司共获得银行授信额度 1,019.07 亿元，其中尚未使用额度为 544.09 亿元，具备较好的备用流动性。资金管理方面，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。

表 5：近年来公司主要财务状况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3
资产减值损失	0.33	0.56	0.07	0.00
信用减值损失	-0.32	0.05	0.04	-0.01
投资收益	-0.02	-0.65	-0.72	0.05
经营性业务利润	3.74	8.30	10.18	1.76
营业外支出	0.57	0.65	2.23	0.16
利润总额	3.38	6.63	7.13	1.84
EBIT 利润率	0.81	1.41	1.60	--
货币资金	52.28	58.15	65.40	48.15
应收账款	70.46	64.41	81.97	82.45
合同资产	119.98	141.51	232.34	244.33
其他非流动资产	75.40	80.15	116.72	127.77
资产总计	451.61	480.51	632.33	638.39
应付账款	187.91	185.60	340.78	347.25
负债合计	357.99	386.15	535.89	540.56
实收资本	29.98	29.98	40.00	40.00
资本公积	13.28	13.65	4.01	4.01
未分配利润	9.05	11.46	13.84	15.13
所有者权益合计	93.62	94.37	96.44	97.84
短期债务	59.24	55.46	40.98	42.89
总债务	102.49	111.17	94.93	98.02
资产负债率	79.27	80.36	84.75	84.67
总资本化比率	62.45	64.06	59.57	59.93
经营活动净现金流	9.35	10.84	11.05	-19.81
非受限货币资金/短期债务	0.65	0.79	1.20	0.81
EBITDA 利息保障倍数	7.76	8.61	9.94	--
总债务/EBITDA	8.86	5.46	4.80	--
FFO/总债务	0.09	0.17	0.16	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 13.45 亿元，占当期末总资产的比重为 2.11%；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 2024 年 3 月末，公司无对外担保；作为被告的重大未决诉讼 1.32 亿元，公司未计提预计负债，相关案件进展情况值得关注。

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，2021 年~2024 年 5 月末，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 2024 年中铁隧道局营业收入和新签合同额增长承压。
- 预计 2024 年中铁隧道局投资支出呈相对稳定态势。
- 预计 2024 年中铁隧道局债务规模较为稳定。

预测

表 6: 预测情况表 (%、X)

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	64.06	59.57	59.70~61.50
总债务/EBITDA	5.46	4.80	4.81~5.00

资料来源：中诚信国际预测

调整项

ESG⁵表现方面，中铁隧道局注重可持续发展和安全管理，并积极履行社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，中铁隧道局经营获现能力强，未使用授信额度较为充足。同时，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出主要用于债务还本付息及外部投资，现金对债务本息的保障程度高。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

公司作为中国中铁下属重要子企业之一，跟踪期内持续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。近年来中国中铁连续以上缴利润返还的方式对公司进行增资，且 2023 年将持有 10.02 亿元资本公积转增实收资本。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，2023 年末授信额度为 60.00 亿元，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。

跟踪债券信用分析

“21 铁隧 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”、“23 铁隧 Y1”、“23 铁隧 Y2” 共募集资金 32.00 亿元，均用于偿还公司有息债务，截至目前，均已按用途使用。

“21 铁隧 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”、“23 铁隧 Y1”、“23 铁隧 Y2” 设置续期选择权、

⁴ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

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。

票面利率选择权、赎回选择权、利息递延、全额不可撤销的连带责任保证担保等特殊条款，由于跟踪期内均未行使，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

“21 铁隧 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”、“23 铁隧 Y1”、“23 铁隧 Y2”均设置了担保增信措施，中国中铁为上述债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保，且跟踪期内公司经营业绩较为稳定，同时考虑到公司流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

偿债保障分析

中国中铁为“21 铁隧 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”、“23 铁隧 Y1”、“23 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 2024 年 3 月末，中国中铁总股本 247.51 亿元，中铁工持有其 46.96% 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。2023 年位居《财富》世界 500 强第 39 位，ENR “全球最大 250 家工程承包商” 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中国中铁营业收入比重较高，近年来基础设施建设业务及营业总收入规模稳步增加。2023 年，中国中铁实现营业总收入 12,634.75 亿元，同比增长 9.45%；实现净利润 376.36 亿元，同比增长 7.63%。截至 2024 年 3 月末，中国中铁总资产为 18,573.90 亿元，所有者权益为 4,709.45 亿元，资产负债率为 74.64%。

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的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 Y2”、“22 铁隧 Y1”、“22 铁隧 Y2”、“23 铁隧 Y1”、“23 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: 亿元)	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	52.28	58.15	65.40	48.15
应收账款	70.46	64.41	81.97	82.45
其他应收款	10.58	19.45	21.60	15.01
存货	19.88	18.48	17.22	19.50
长期投资	12.29	15.69	16.45	16.55
固定资产	46.65	42.70	44.66	46.98
在建工程	4.68	6.05	1.10	1.22
无形资产	6.84	6.66	5.44	5.39
资产总计	451.61	480.51	632.33	638.39
其他应付款	55.33	56.16	54.16	56.86
短期债务	59.24	55.46	40.98	42.89
长期债务	43.25	55.71	53.95	55.13
总债务	102.49	111.17	94.93	98.02
净债务	64.26	67.45	45.73	63.32
负债合计	357.99	386.15	535.89	540.56
所有者权益合计	93.62	94.37	96.44	97.84
利息支出	1.49	2.37	1.99	--
营业总收入	542.29	580.05	626.13	157.29
经营性业务利润	3.74	8.30	10.18	1.76
投资收益	-0.02	-0.65	-0.72	0.05
净利润	2.69	6.32	6.24	1.58
EBIT	4.38	8.16	10.03	--
EBITDA	11.56	20.37	19.76	--
经营活动产生的现金流量净额	9.35	10.84	11.05	-19.81
投资活动产生的现金流量净额	6.81	-22.35	-6.62	4.95
筹资活动产生的现金流量净额	6.00	17.16	1.47	0.35

财务指标	2021	2022	2023	2024.3
营业毛利率(%)	4.49	5.13	5.63	3.81
期间费用率(%)	3.70	3.54	3.82	2.50
EBIT 利润率(%)	0.81	1.41	1.60	--
总资产收益率(%)	0.97	1.75	1.80	--
流动比率(X)	0.87	0.93	0.92	0.88
速动比率(X)	0.81	0.88	0.88	0.85
存货周转率(X)	26.06	28.69	33.10	32.96*
应收账款周转率(X)	7.70	8.60	8.55	7.65*
资产负债率(%)	79.27	80.36	84.75	84.67
总资本化比率(%)	62.45	64.06	59.57	59.93
短期债务/总债务(%)	57.80	49.89	43.17	43.76
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.08	0.08	0.10	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.13	0.15	0.22	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	6.28	4.58	5.56	--
总债务/EBITDA(X)	8.86	5.46	4.80	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.37	0.48	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	7.76	8.61	9.94	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.94	3.45	5.04	--
FFO/总债务(X)	0.09	0.17	0.16	--

注：1、2024 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 2024 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: 亿元)	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	1,789.13	2,385.84	2,345.13	1,724.70
应收账款	1,221.20	1,222.38	1,568.52	1,849.20
其他应收款	325.49	350.23	360.48	459.42
存货	2,034.46	2,078.71	2,193.61	2,388.56
长期投资	1,435.78	1,575.08	1,872.49	1,911.23
固定资产	675.51	668.06	714.86	701.54
在建工程	68.47	507.05	633.56	640.08
无形资产	1,256.25	1,700.75	1,983.86	2,042.67
资产总计	13,617.26	16,132.82	18,294.39	18,573.90
其他应付款	929.97	890.63	1,030.13	1,044.80
短期债务	1,844.39	2,038.98	1,798.16	--
长期债务	2,670.37	3,490.02	3,848.43	--
总债务	4,514.75	5,529.00	5,646.60	--
净债务	3,033.60	3,454.54	3,652.24	--
负债合计	10,033.84	11,902.64	13,695.37	13,864.45
所有者权益合计	3,583.43	4,230.18	4,599.02	4,709.45
利息支出	150.92	181.23	194.81	--
营业总收入	10,732.72	11,543.58	12,634.75	2,656.46
经营性业务利润	462.09	480.66	542.94	98.30
投资收益	6.31	11.64	-0.71	5.80
净利润	304.70	349.67	376.36	80.27
EBIT	457.45	519.09	574.89	--
EBITDA	566.71	634.06	710.43	--
经营活动产生的现金流量净额	130.69	435.52	383.63	-680.65
投资活动产生的现金流量净额	-774.58	-843.88	-746.41	-126.10
筹资活动产生的现金流量净额	673.65	963.65	271.31	360.72

财务指标	2021	2022	2023	2024.3
营业毛利率 (%)	10.00	9.81	10.01	8.58
期间费用率 (%)	5.49	5.41	5.48	4.73
EBIT 利润率 (%)	4.27	4.51	4.56	--
总资产收益率 (%)	3.36	3.49	3.34	--
流动比率 (X)	1.02	1.03	1.00	0.99
速动比率 (X)	0.76	0.79	0.78	0.76
存货周转率 (X)	4.74	5.05	5.31	4.23*
应收账款周转率 (X)	8.77	9.42	9.04	6.20*
资产负债率 (%)	73.68	73.78	74.86	74.64
总资本化比率 (%)	61.10	60.91	59.29	--
短期债务/总债务 (%)	40.85	36.88	31.85	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务 (X)	-0.01	0.05	0.04	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务 (X)	-0.01	0.14	0.11	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	0.87	2.40	1.97	--
总债务/EBITDA (X)	7.97	8.72	7.95	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.31	0.31	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	3.76	3.50	3.65	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	3.03	2.86	2.95	--
FFO/总债务 (X)	0.08	0.07	0.08	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将计入其他流动负债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 2024 年一季度部分数据，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
	现金周转天数	(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)
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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	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：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

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