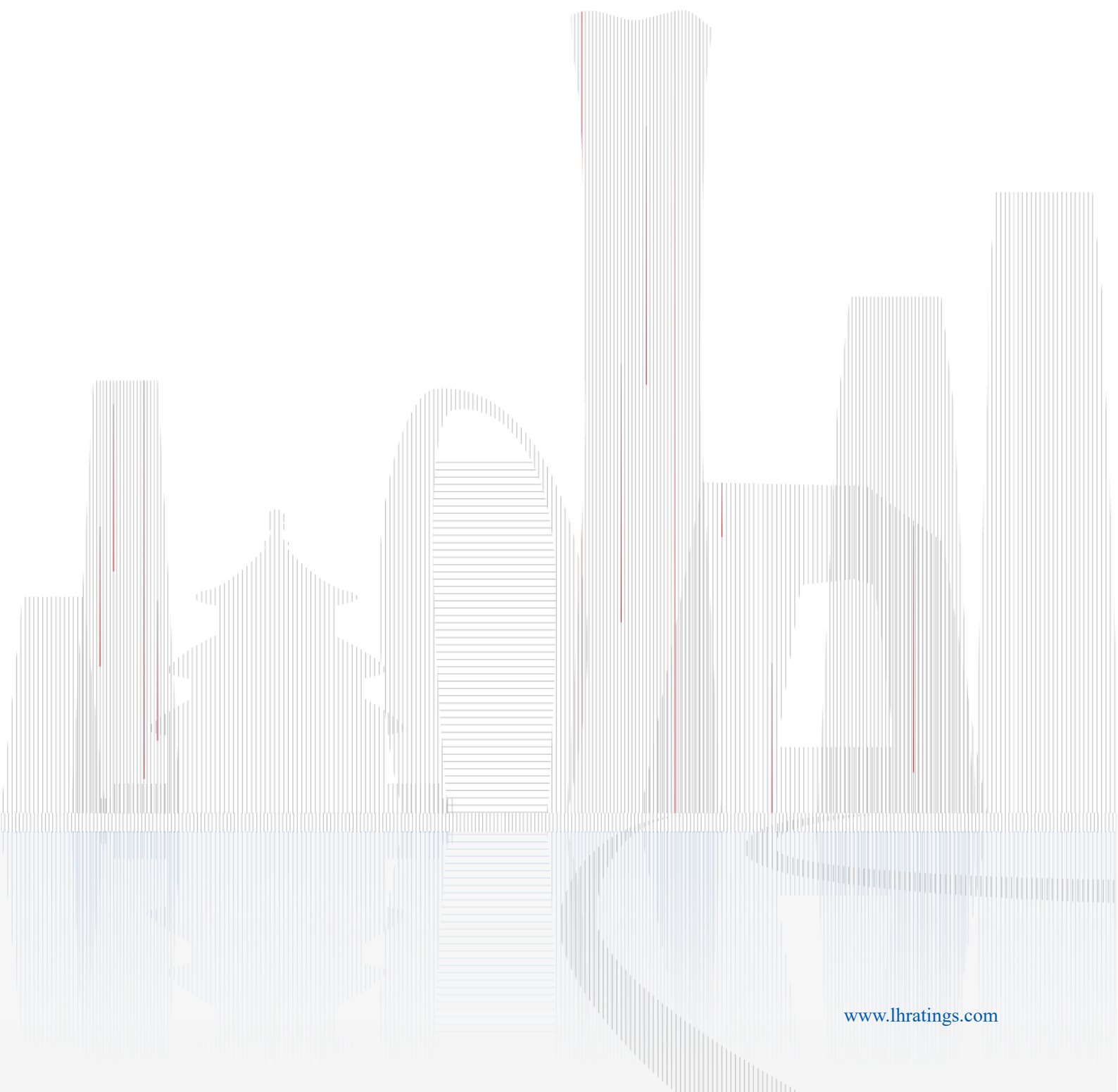


# 中铁开发投资集团有限公司

## 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



# 信用评级公告

联合〔2024〕6646号

联合资信评估股份有限公司通过对中铁开发投资集团有限公司及其相关债项的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中铁开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 中铁开投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十六日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中铁开发投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

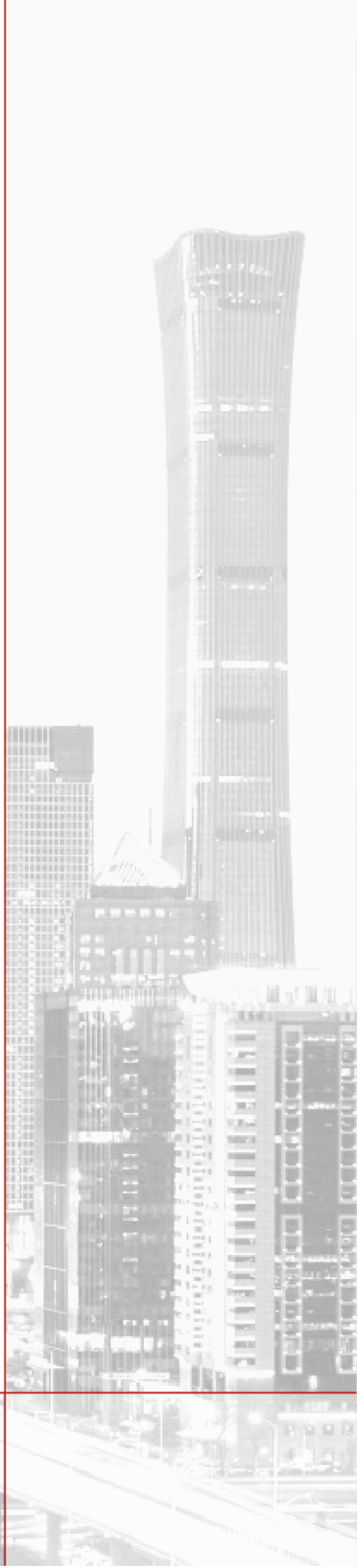
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 中铁开发投资集团有限公司

## 2024 年跟踪评级报告

| 项 目            | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 本次评级时间     |
|----------------|--------|--------|------------|
| 中铁开发投资集团有限公司   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/07/26 |
| 23 中铁开投 MTN001 | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |

### 评级观点

中铁开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）是中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）下属负责西南区域基础设施建设及运营的核心三级子公司。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化；依托中国中铁在工程施工领域的竞争优势，公司基础设施项目的投融资、建设及运营维护业务在项目经验和技术能力上保持了竞争优势，其中基础设施建设业务新签合同额以及完工合同额有所下降，在手合同额仍保持较大规模，回款情况较好；投资类项目运营收入规模仍较小，未来尚需较大规模的资金投入，项目后续运营情况有待关注。财务方面，公司资产构成主要为投资运营项目形成的无形资产及其他非流动资产；盈利能力保持在很高水平；债务负担偏重，偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

**个体调整：**无

**外部支持调整：**跟踪期内，公司在业务承揽等方面得到中国中铁持续支持。

### 评级展望

未来，公司将作为中国中铁在云贵渝鄂及南亚东南亚区域投资建设领域的核心力量，巩固优势领域市场的同时，拓展新兴领域市场，综合实力有望巩固。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**不适用。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**公司股东及相关各方支持意愿减弱；公司重要投资项目盈利水平与预期差异较大等。

### 优势

- **公司股东背景实力强，跟踪期内持续得到中国中铁支持。**中国中铁是国务院国有资产监督管理委员会管理的特大型建筑企业，具备极强的资本实力和盈利能力。公司项目承接均使用“中国中铁”品牌，承揽后由中国中铁下属各工程局负责施工。截至 2024 年 3 月底，中铁财务有限责任公司给予公司授信额度 100.00 亿元，已使用 74.38 亿元。
- **基础设施建设业务在手合同额仍保持在较大规模。**2023 年，公司基础设施建设业务新签合同额为 385.08 亿元；截至 2024 年 3 月底在手合同额 850 亿元，所承接项目主要为省市级重点工程。

### 关注

- **在建投资类项目未来尚需较大规模的资金投入，项目后续运营情况有待关注。**截至 2024 年 3 月底，公司在建 PPP 和 BOT 等投资类项目合计 19 个，需公司投入资本金 77.46 亿元，尚需投资 34.99 亿元。公司部分投资类项目位于云南和贵州等地，地区经济财政实力相对较弱，面临运营收益不及预期或政府不能如期补缺等风险。
- **有息债务保持增长，债务负担较重。**截至 2023 年末，公司全部债务 379.61 亿元，较上年末增长 2.65%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.43%、56.31%和 52.37%。

## 本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级打分表及结果

| 评价内容          | 评价结果 | 风险因素  | 评价要素    | 评价结果 |
|---------------|------|-------|---------|------|
| 经营风险          | B    | 经营环境  | 宏观和区域风险 | 2    |
|               |      |       | 行业风险    | 3    |
|               |      | 自身竞争力 | 基础素质    | 1    |
|               |      |       | 企业管理    | 2    |
|               |      |       | 经营分析    | 2    |
| 财务风险          | F2   | 现金流   | 资产质量    | 4    |
|               |      |       | 盈利能力    | 1    |
|               |      |       | 现金流量    | 2    |
|               |      | 资本结构  |         | 2    |
|               |      | 偿债能力  |         | 2    |
| 指示评级          |      |       |         | aa   |
| 个体调整因素：无      |      |       |         | --   |
| 个体信用等级        |      |       |         | aa   |
| 外部支持调整因素：股东支持 |      |       |         | +2   |
| 评级结果          |      |       |         | AAA  |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

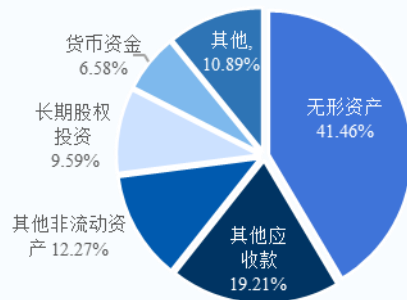
## 主要财务数据

| 合并口径           |        |        |            |
|----------------|--------|--------|------------|
| 项 目            | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元）      | 66.37  | 63.36  | 34.48      |
| 资产总额（亿元）       | 882.44 | 963.21 | 938.00     |
| 所有者权益（亿元）      | 267.22 | 294.50 | 296.56     |
| 短期债务（亿元）       | 63.05  | 55.80  | 51.20      |
| 长期债务（亿元）       | 306.75 | 323.81 | 324.92     |
| 全部债务（亿元）       | 369.80 | 379.61 | 376.12     |
| 营业总收入（亿元）      | 281.25 | 220.04 | 37.14      |
| 利润总额（亿元）       | 36.11  | 30.42  | 1.76       |
| EBITDA（亿元）     | 46.55  | 47.08  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 94.83  | 57.92  | -31.46     |
| 营业利润率（%）       | 15.53  | 19.70  | 9.84       |
| 净资产收益率（%）      | 11.48  | 7.94   | --         |
| 资产负债率（%）       | 69.72  | 69.43  | 68.38      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 58.05  | 56.31  | 55.91      |
| 流动比率（%）        | 91.33  | 102.06 | 102.84     |
| 经营现金流动负债比（%）   | 33.13  | 18.28  | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 1.05   | 1.14   | 0.67       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.15   | 3.44   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 7.94   | 8.06   | --         |

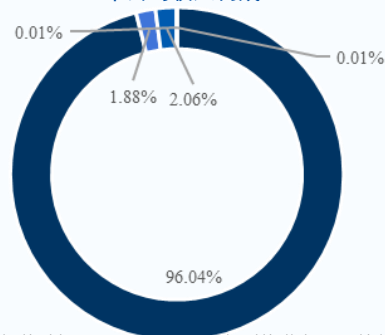
| 公司本部口径       |        |        |            |
|--------------|--------|--------|------------|
| 项 目          | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
| 资产总额（亿元）     | 426.25 | 492.50 | 382.84     |
| 所有者权益（亿元）    | 84.76  | 116.52 | 119.48     |
| 全部债务（亿元）     | 66.20  | 69.56  | 62.82      |
| 营业总收入（亿元）    | 277.47 | 217.93 | 1.06       |
| 利润总额（亿元）     | 36.21  | 39.22  | -0.21      |
| 资产负债率（%）     | 80.11  | 76.34  | 68.79      |
| 全部债务资本化比率（%） | 43.85  | 37.38  | 34.46      |
| 流动比率（%）      | 81.61  | 91.33  | 89.82      |
| 经营现金流动负债比（%） | 22.40  | 17.49  | --         |

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径长期应付款中的有息债务已调整至长期债务及相关指标核算  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年底公司资产构成

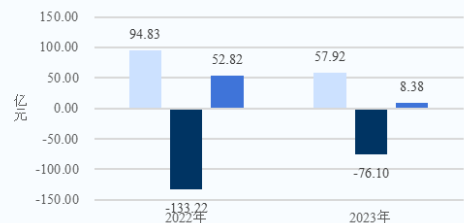


2023 年公司收入构成



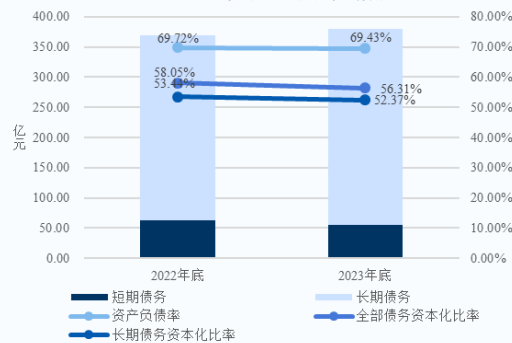
■ 基础设施建设  
■ 物资贸易  
■ 投融资业务及运营业务  
■ 房地产开发

2022—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2022—2023 年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 资产负债率 ■ 全部债务资本化比率

## 跟踪评级债项概况

| 债券简称           | 发行规模  | 债券余额  | 到期兑付日      | 特殊条款 |
|----------------|-------|-------|------------|------|
| 23 中铁开投 MTN001 | 15 亿元 | 15 亿元 | 2026/12/08 | --   |

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券  
资料来源：联合资信整理

## 评级历史

| 债项简称           | 债项评级结果 | 主体评级结果 | 评级时间       | 项目小组       | 评级方法/模型                                                                                | 评级报告                 |
|----------------|--------|--------|------------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 23 中铁开投 MTN001 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2023/11/24 | 刘丙江、李上、赵剑锋 | <a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：刘丙江 [liubj@lhratings.com](mailto:liubj@lhratings.com)

项目组成员：李 上 [lishang@lhratings.com](mailto:lishang@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中铁开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司原名中铁泛亚建设有限公司，于 2011 年 12 月 8 日由中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）出资设立，初始注册资本为 15.00 亿元。2018 年 1 月 6 日，公司名称变更为现名。2020 年 5 月 25 日，公司注册资本增加至 50.00 亿元。2022 年，中国中铁作为发起人，与云南省国有资产监督管理委员会等其他出资方合资成立中铁云南建设投资有限公司（以下简称“中铁云投”），并将公司 100% 股权认缴中铁云投新增注册资本。2022 年 11 月 30 日，公司控股股东变更为中铁云投。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本为 50.00 亿元，实收资本为 41.95 亿元。中铁云投持有公司 100.00% 股权，为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

跟踪期内，公司主营业务无重大变动，主要负责中国中铁在云南省、贵州省、湖北省以及重庆市基础设施建设领域的投融资、建设及运营维护业务，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2023 年末，公司资产总额 963.21 亿元，所有者权益 294.50 亿元（含少数股东权益 187.99 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 220.04 亿元，利润总额 30.42 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额 938.00 亿元，所有者权益 296.56 亿元（含少数股东权益 188.91 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 37.14 亿元，利润总额 1.76 亿元。

公司办公地址：云南省昆明市呈贡区联大街与彩云南路交叉口中铁总部大厦；法定代表人：陈安惠。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，跟踪期内下列存续债券募集资金已按规定使用完毕，尚未到付息日。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

| 债券简称           | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 起息日        | 期限  |
|----------------|----------|----------|------------|-----|
| 23 中铁开投 MTN001 | 15.00    | 15.00    | 2023/12/08 | 3 年 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

## 五、行业分析

### 1 建筑施工行业

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势高度相关。2023 年建筑业总产值同比增速略低于 2022 年，但仍高于 GDP 增速。从产业链上游看，钢材和水泥作为建筑业重要原材料，其价格波动对建筑施工企业成本的影响较大；2023 年，受下游市场需求持续疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体震荡下行。建筑业下游需求主要来自房地产和基础设施建设投资，2023 年，房地产行业投资和销售规模同比继续下降，基础设施建设投资增速有所下降，建筑行业需求有所放缓。在经济增长承压的背景下，2023 年，建筑业新签合同额自 2016 年以来首次出现同比下降，行业集中度进一步提升，市场份额继续向中央企业集中。

2024 年，在国家“稳中求进”的发展基调下，房地产行业利好政策有望对冲房地产行业下行压力，但市场信心修复仍需观察；在“稳增长”政策调控下，叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基础设施建设投资潜力或将得到逐步释放，投资有望保持一定增长；在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基础设施建设投资或将受限，建筑业增长面临较大压力。长期来看，在经济增长承压的背景下，建筑行业集中度将进一步提升，行业或将长期保持中低速温和增长态势。完整版行业分析详见[《2024 年建筑施工行业分析》](#)。

### 2 贸易行业

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑、以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速同比放缓，进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品贸易方面，2023 年，中国固定资产投资增速 3.0%，增速放缓，基建投资景气度仍在高位，房地产新开工面积同比下降 20.4%。受供求关系的影响，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受中国国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见[《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》](#)。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

公司作为中国中铁下属负责西南区域基础设施建设及运营的核心子公司，业务资质较为完备，跟踪期内在项目经验和技術能力上保持了竞争优势；本部无不良信贷记录。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

企业规模和竞争力方面。公司是中国中铁下属负责西南区域基础设施建设及运营的核心子公司，依托中国中铁在工程施工领域的竞争优势，在云南、贵州、湖北、重庆三省一市开展基础设施项目的投融资、建设及运营维护业务；拥有市政公用工程、公路工程、建筑工程三项工程施工总承包壹级资质，工程施工资质较为完备。

公司项目经验丰富，技术能力强。公司依托重庆轨道交通五、十号线项目，主持完成的“重庆地铁区间矿山法隧道穿越富水未固结土石回填地层关键技术优化研究”成果获得中国铁路工程集团有限公司科学技术奖一等奖，“山地城市轨道交通暗挖隧道长距离穿越回填土区施工关键技术研究”和“重庆北新建地铁站与既有站四站换乘修建技术研究”两项成果获得中国铁路工程集团有限公司科学技术奖二等奖。公司承接的重庆轨道交通 5 号线一期北端（园博中心站-大石坝站）工程荣获重庆市“巴渝杯”优质工程奖、市政金杯奖、国家优质工程奖和国家安装工程奖；重庆轨道交通十号线一期（建新东路-王家庄段）工程荣获重庆市“巴渝杯”优质工程奖、市政金杯奖，鲁班奖和詹天佑奖。

信用记录方面。根据公司提供的《企业信用报告》（中征码：5301120000195783），截至 2024 年 5 月 27 日，公司本部无不良信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 7 月 18 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

## （二）管理水平

跟踪期内，公司高级管理人员和主要管理制度无变化。

## （三）经营方面

### 1 业务经营分析

跟踪期内，公司主营业务格局保持稳定，基础设施建设业务仍为最主要的收入来源。

跟踪期内，公司主营业务格局保持稳定。基础设施建设业务为公司收入的主要来源，收入规模随工程进度有一定波动，2023 年同比下降 21.51%，毛利率较上年有所提升；投融资业务及运营业务收入同比略有增长，毛利率较大幅度下滑，主要系可行性缺口补助未纳入运营收入，而养护成本等经营成本随昆倘高速开通增长较快所致；贸易业务采用净额法核算，2023 年公司压缩低利润率的物资贸易业务，全年收入规模有所下降，毛利率提升较明显；房地产开发业务收入对公司主营业务收入影响较小，2023 年毛利率为负，主要系中铁佳苑等项目销售进入收尾阶段，销售的主要是地下车位等低毛利率产品，同时结算了咨询费等，计入成本所致；2023 年公司新增基金业务收入，计入“其他”板块，其规模尚较小，毛利率处于较好水平。综合作用下，2023 年，公司主营业务收入同比下降 21.91%，毛利率较上年提升 4.18 个百分点。

2024 年 1—3 月，公司主营业务收入同比下降 49.50%，主营业务毛利率为 11.32%，相比上年同期下降 3.37 个百分点。

图表 2 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 板块         | 2022 年 |         |         | 2023 年 |         |          | 2024 年 1—3 月 |         |         |
|------------|--------|---------|---------|--------|---------|----------|--------------|---------|---------|
|            | 收入     | 占比      | 毛利率     | 收入     | 占比      | 毛利率      | 收入           | 占比      | 毛利率     |
| 基础设施建设     | 268.47 | 95.56%  | 15.37%  | 210.71 | 96.04%  | 21.26%   | 34.80        | 93.84%  | 12.55%  |
| 投融资业务及运营业务 | 3.07   | 1.09%   | -23.13% | 4.13   | 1.88%   | -93.60%  | 1.25         | 3.37%   | -47.12% |
| 物资贸易       | 9.38   | 3.34%   | 40.26%  | 4.51   | 2.06%   | 65.03%   | 1.03         | 2.78%   | 40.62%  |
| 房地产开发      | 0.04   | 0.01%   | 174.15% | 0.02   | 0.01%   | -199.50% | --           | --      | --      |
| 其他         | --     | --      | --      | 0.02   | 0.01%   | 63.45%   | --           | --      | --      |
| 合计         | 280.95 | 100.00% | 15.80%  | 219.40 | 100.00% | 19.98%   | 37.09        | 100.00% | 11.32%  |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，公司基础设施建设业务新签合同额以及完工合同额有所下降，在手合同额仍保持较大规模；所承接项目主要为省市级重点工程，回款情况较好。

公司基建业务模式包括 PPP、BOO、BOT、施工总承包等，以 PPP 和 BOT 等投资类为主，基础设施建设业务收入来自在手项目建设过程中的施工收入（包括投资类项目建设过程中的施工收入）。跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生重大变动。公司主要与中国中铁及其下属各工程局组成联合体，参与各级地方政府轨道交通和高速公路等基础设施项目招投标。项目中标后，联合体与地方政府成立项目公司，作为项目的业主单位，负责项目融资以及后期运营（PPP 项目）。公司或者中国中铁成立项目指挥部，负责项目建设和管理，具体施工由各工程局负责。其中，由公司成立项目指挥部的项目，公司以工程项目进度向项目公司确认收入，以各工程局上报的工程进度确认为成本；由中国中铁成立项目指挥部的项目，公司负责代管，收入和成本不计入公司合并范围内。

2023 年，公司基础设施建设业务新签合同数量同比增加，新签合同金额同比下降，主要集中在云南及贵州两省；当年完工合同额同比下降 32.51%，主要系受到新签合同额下降影响所致。2024 年一季度，公司基础设施建设业务新签项目 1 个，完工合同额 30 亿元，较上年同期下降 26.00%。截至 2024 年 3 月底，公司在手合同额为 850 亿元，仍保持较大规模。

图表 3 • 公司基础设施建设业务工程承接及在手项目情况（单位：亿元）

| 业务     | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1—3 月 |
|--------|--------|--------|--------------|
| 新签合同个数 | 10     | 21     | 1            |

|         |        |        |      |
|---------|--------|--------|------|
| 新签合同额   | 905.98 | 385.08 | 1.50 |
| 其中：云南省  | 388.68 | 172.32 | 1.50 |
| 贵州省     | 70.13  | 198.17 | 0    |
| 湖北省     | 28.13  | 14.59  | 0    |
| 重庆市     | 419.05 | 0      | 0    |
| 完工合同额   | 446    | 301    | 30   |
| 期末在手合同额 | 1186   | 890    | 850  |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

截至 2024 年 3 月底，公司在建项目 25 个，主要为省市级重点工程，以高速公路、轨道交通、水利工程和城市建设为主，业主方多为国资背景的项目公司；项目总合同金额 1862.85 亿元，已累计确认收入 1140.73 亿元，已结算金额 1136.14 亿元，已回款 1189.59 亿元。其中，2023 年确认收入 213.12 亿元，同比下降 20.44%；结算金额 215.78 亿元，同比下降 16.37%；实现回款 286.50 亿元，同比下降 2.72%。

图表 4 •截至 2024 年 3 月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

| 业主单位                                  | 项目名称                    | 合同金额   | 累计确认收入 | 已结算金额（不含税） | 已回款金额  | 开工日期       | （预计）竣工日期   |
|---------------------------------------|-------------------------|--------|--------|------------|--------|------------|------------|
| 宜昌三峡疏港铁路投资运营有限公司                      | 宜昌三峡疏港铁路项目              | 20.89  | 7.66   | 7.57       | 7.89   | 2021/10/01 | 2024/12/31 |
| 重庆武两高速公路有限公司                          | 重庆武两高速公路                | 48.65  | 23.64  | 19.24      | 12.38  | 2022/01/01 | 2026/06/30 |
| 贵阳轨道交通三号线一期工程<br>建设管理有限公司             | 贵阳轨道交通 3 号线一期工程         | 192.00 | 167.57 | 167.28     | 180.71 | 2018/12/30 | 2023/12/30 |
| 贵州金仁桐高速公路发展有<br>限公司                   | 贵州金仁桐高速公路工程             | 82.41  | 67.80  | 67.31      | 72.37  | 2019/10/31 | 2024/06/30 |
| 贵州贵安高速公路有限公司                          | 贵州贵安高速工程                | 52.97  | 11.74  | 2.74       | 10.47  | 2022/10/01 | 2026/06/30 |
| 昆明昆倘高速公路投资发展<br>有限公司                  | 昆倘高速公路工程                | 59.66  | 56.09  | 56.13      | 59.35  | 2020/05/15 | 2023/12/31 |
| 贵州安盘高速公路有限责任<br>公司                    | 贵州安盘高速工程                | 91.79  | 18.39  | 3.87       | 18.65  | 2022/04/01 | 2026/04/01 |
| 贵州威围高速公路发展有限<br>公司                    | 威围高速公路工程                | 34.21  | 31.71  | 31.71      | 34.61  | 2018/03/31 | 2021/09/30 |
| 贵州桐新高速公路发展有限<br>公司                    | 贵州桐新高速公路工程              | 58.56  | 54.00  | 54.00      | 58.85  | 2020/06/30 | 2023/12/31 |
| 重庆永璧永津高速公路有限<br>公司                    | 重庆永璧永津高速公路              | 20.47  | 9.99   | 8.87       | 9.37   | 2021/07/01 | 2025/06/30 |
| 云南勐绿高速公路投资开发<br>有限公司                  | 勐绿高速公路工程                | 252.16 | 170.40 | 198.89     | 189.73 | 2020/10/01 | 2024/09/30 |
| 云南玉楚高速公路投资开发<br>有限公司                  | 云南玉楚高速公路工程              | 235.13 | 215.92 | 215.92     | 229.45 | 2019/01/08 | 2022/08/30 |
| 鄂州中铁临空投资建设有限<br>公司                    | 鄂州临空项目建设                | 6.67   | 5.87   | 5.87       | 5.76   | 2020/11/10 | 2022/09/30 |
| 云南省教育厅及文山、红河、<br>普洱、西双版纳 4 个州市教<br>体局 | 云南普高 EPC 总承包            | 63.63  | 55.78  | 55.78      | 42.31  | 2020/01/03 | 2020/07/31 |
| 临沧市教育体育局                              | 临沧职业学院建设项目              | 12.00  | 7.06   | 7.06       | 7.67   | 2020/10/30 | 2024/12/31 |
| 昆明中铁站城诺德福德房地<br>产开发有限公司               | 福德项目总包部                 | 5.30   | 3.09   | 3.09       | 2.50   | 2022/11/20 | 2025/02/28 |
| 武汉轨道交通十二号线建设<br>运营有限公司                | 武汉轨道交通十二号线工程            | 72.73  | 33.57  | 34.30      | 42.33  | 2021/12/31 | 2025/12/31 |
| 昆明轨道交通四号线土建项<br>目建设管理有限公司             | 昆明市轨道交通 4 号线工程          | 153.24 | 161.68 | 161.99     | 166.93 | 2015/12/31 | 2020/09/04 |
| 昆明轨道交通四号线土建项<br>目建设管理有限公司             | 昆明五号线地铁站后工程             | 4.65   | 4.63   | 4.63       | 4.93   | 2018/10/11 | 2020/09/04 |
| 昆明轨道交通集团有限公司                          | 昆明市轨道交通 7 号线螺蛳湾<br>北站工程 | 0.68   | 0.62   | 0.62       | 0.20   | 2018/10/11 | 2020/09/04 |
| 宜昌三峡枢纽江南翻坝成品<br>油投资运营有限公司             | 三峡枢纽江南成品油翻坝项目           | 13.00  | 2.42   | 2.45       | 2.22   | 2022/07/31 | 2025/07/31 |
| 云南省滇中引水二期工程有<br>限公司                   | 云南省滇中引水二期配套工程           | 207.30 | 25.50  | 24.58      | 26.24  | 2022/09/01 | 2027/08/01 |
| 中铁瑞隆投资建设发展（云<br>南）有限公司                | 瑞丽国际陆港新城项目              | 98.48  | 0.14   | 0.00       | 0.00   | 2022/08/01 | 2032/12/31 |
| 重庆渝赤叙高速公路有限公<br>司                     | 渝赤叙高速公路                 | 33.87  | 5.40   | 2.24       | 4.67   | 2023/03/31 | 2026/03/31 |

| 业主单位              | 项目名称               | 合同金额    | 累计确认收入  | 已结算金额（不含税） | 已回款金额   | 开工日期       | （预计）竣工日期   |
|-------------------|--------------------|---------|---------|------------|---------|------------|------------|
| 重庆仙女山绿碳景区建设发展有限公司 | 重庆武隆区仙女山碳中和景区及配套项目 | 42.40   | 0.06    | 0.00       | 0.00    | 2023/03/31 | 2027/12/31 |
| 合计                | --                 | 1862.85 | 1140.73 | 1136.14    | 1189.59 | --         | --         |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，公司投资类项目运营收入同比增长，规模仍较小；未来尚需较大规模的资金投入；公司部分投资类项目位于云南和贵州等地，地区经济财政实力相对较弱，面临运营收益不及预期或政府不能如期补缺等风险，后续运营情况有待关注。

截至 2024 年 3 月底，公司在建 PPP 和 BOT 等投资类项目合计 19 个（其中纳入合并范围投资类项目 3 个），预计总投资额为 3359.97 亿元，需公司投入资本金 77.46 亿元，已投资 42.47 亿元（其中 2023 年公司完成投资 6.58 亿元，同比下降 70.10%），尚需投资 34.99 亿元。公司投资类项目未来尚需较大规模的资金投入，面临一定的资金支出压力。

图表 5 •截至 2024 年 3 月底公司主要在建投资类项目情况（单位：亿元）

| 项目名称                                                                 | 模式  | 预计总投资   | 持股比例   | 是否并表 | 已投资本金 | 尚需投资本金 | 建设期   | 运营期  | 回报机制   | 预期 IRR |
|----------------------------------------------------------------------|-----|---------|--------|------|-------|--------|-------|------|--------|--------|
| 三峡枢纽江南成品油翻坝项目                                                        | BOO | 76.30   | 20.00% | 否    | 0.40  | 4.16   | 3 年   | 30 年 | 方式 1   | 10.05% |
| 云南勐醒至江城至绿春高速公路 PPP 项目                                                | PPP | 368.11  | 10.49% | 否    | 0.37  | 0.83   | 3 年   | 30 年 | 方式 1+2 | 12.05% |
| 云南省滇中引水工程二期工程配套工程                                                    | BOO | 329.09  | 43.38% | 是    | 17.50 | 0.00   | 6 年   | 长期   | 方式 1   | 9.04%  |
| 武汉市轨道交通 12 号线工程 PPP 项目                                               | PPP | 300.46  | 21.73% | 否    | 4.44  | 3.61   | 5 年   | 25 年 | 方式 1+2 | 9.02%  |
| 武隆区仙女山“碳中和”景区及配套 PPP 项目                                              | PPP | 68.21   | 62.92% | 是    | 0.63  | 8.16   | 4 年   | 26 年 | 方式 1+2 | 12.29% |
| 武隆至两江新区高速公路（平桥至大顺段）项目                                                | PPP | 66.77   | 7.61%  | 否    | 0.40  | 0.61   | 4 年   | 30 年 | 方式 1   | 11.28% |
| 江南中心绿道武九线综合管廊工程 PPP 项目                                               | PPP | 45.18   | 11.83% | 否    | 1.11  | 0.00   | 3 年   | 27 年 | 方式 1+2 | 22.56% |
| 沪昆国家高速公路安顺至盘州（黔滇界）段扩容工程及相关配套工程 PPP 项目                                | PPP | 373.11  | 6.00%  | 否    | 1.20  | 2.68   | 4 年   | 30 年 | 方式 1   | 9.52%  |
| 渝赤（水）叙（永）高速公路（重庆段）                                                   | BOT | 104.50  | 33.02% | 否    | 1.76  | 5.42   | 4 年   | 30 年 | 方式 1   | 11.03% |
| 燕花路（鄂东大道—吴都大道）道路工程、花马湖西侧产业园片区基础设施工程项目                                | BT  | 12.03   | 24.00% | 否    | 0.37  | 0.00   | 3 年   | 3 年  | 方式 3   | 26.94% |
| 贵州省桐梓至新蒲高速公路项目                                                       | PPP | 123.90  | 3.78%  | 否    | 1.17  | 0.00   | 3 年   | 30 年 | 方式 1+2 | 12.02% |
| 贵州省沪昆国家高速公路贵阳至安顺段扩容工程及相关配套工程 PPP 项目                                  | PPP | 275.12  | 4.00%  | 否    | 1.03  | 0.69   | 3 年   | 30 年 | 方式 1   | 11.04% |
| 贵州金沙经仁怀至桐梓高速公路 PPP 项目                                                | PPP | 173.90  | 2.98%  | 否    | 1.12  | 0.18   | 4 年   | 30 年 | 方式 1+2 | 17.03% |
| 贵阳市城市轨道交通 3 号线一期工程                                                   | PPP | 322.31  | 4.29%  | 否    | 4.03  | 0.00   | 5 年   | 25 年 | 方式 1+2 | 12.06% |
| 贵阳西南商贸服务业聚集区综合管廊 PPP 项目                                              | PPP | 17.77   | 89.50% | 是    | 2.72  | 0.00   | 2 年   | 18 年 | 方式 1+2 | 13.74% |
| 重庆市 G85 银昆高速、G93 成渝地区环线高速重庆高新区至荣昌区（川渝界）段改扩建工程、重庆市垫江至丰都至武隆高速公路 PPP 项目 | PPP | 460.06  | 4.99%  | 否    | 0.15  | 4.95   | 5 年   | 30 年 | 方式 1+2 | 8.88%  |
| 重庆市永川至璧山和三环高速公路陈食至油溪段项目                                              | BOT | 49.91   | 41.73% | 否    | 2.76  | 1.23   | 3 年   | 30 年 | 方式 1   | 11.02% |
| 重庆轨道交通 4 号线（民安大道-石船）PPP 项目                                           | PPP | 155.07  | 1.00%  | 否    | 0.64  | 0.00   | 3.5 年 | 30 年 | 方式 1+2 | 12.03% |
| 湖北省宜昌市三峡枢纽茅坪港铁路项目                                                    | BOO | 38.18   | 22.00% | 否    | 0.67  | 2.48   | 3 年   | 长期   | 方式 1   | 6.05%  |
| 合计                                                                   | --  | 3359.97 | --     | --   | 42.47 | 34.99  | --    | --   | --     | --     |

注：方式 1 为使用者付费；方式 2 为可行性缺口补助，方式 3 为政府付费

资料来源：联合资信根据公司资料整理

公司并表投资类项目建成后，由各并表项目公司负责运营，可获取运营收入和政府补助。截至 2024 年 3 月底，公司并表投资类项目均为高速公路项目，共 4 条，分别为昆明市东川至格勒高速公路 PPP 项目（以下简称“东格高速”）、寻甸至沾益高速公路（昆明段）政府和社会资本合作项目（以下简称“寻沾高速”）、G8012 弥勒至楚雄高速公路玉溪至楚雄段工程 PPP 项目（以下简称“玉楚高速”）和昆明至倘甸高速公路特许经营项目（以下简称“昆倘高速”），合计里程约 314.44 公里。

2023 年，公司投资类项目运营收入为 2.33 亿元，同比增长 113.76%；毛利率为负，主要系可行性缺口补助未纳入运营收入，而养护成本等经营成本全额计入所致。

图表 6 •截至 2024 年 3 月底公司运营中并表投资类项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 模式  | 投资规模   | 权益比例   | 通车时间        | 收费期限 | 日均车流量  |        | 运营收入   |        | 可行性缺口补助 |        |
|------|-----|--------|--------|-------------|------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
|      |     |        |        |             |      | 2022 年 | 2023 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2022 年  | 2023 年 |
| 东格高速 | PPP | 59.03  | 90.00% | 2019 年 7 月  | 30 年 | 2802 辆 | 3489 辆 | 0.33   | 0.39   | 0.48    | 0.48   |
| 寻沾高速 | PPP | 61.12  | 90.00% | 2020 年 12 月 | 30 年 | 3468 辆 | 3922 辆 | 0.48   | 0.56   | 0.68    | 0.70   |
| 玉楚高速 | PPP | 318.98 | 46.00% | 2022 年 8 月  | 30 年 | 1265 辆 | 1641 辆 | 0.28   | 1.03   | --      | --     |
| 昆倘高速 | PPP | 80.58  | 13.90% | 2022 年 12 月 | 30 年 | 6800 辆 | 8800 辆 | --     | 0.35   | --      | --     |
| 合计   | --  | 519.71 | --     | --          | --   | --     | --     | 1.09   | 2.33   | 1.16    | 1.18   |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

公司投资的非并表投资类项目建成后由表外项目公司负责运营，公司主要通过获取项目的投资收益和现金分红方式实现前期投资的回收以及盈利。截至 2024 年 3 月底，公司投资的非并表项目有 5 个处于运营期，2023 年未实现现金分红。

图表 7 •截至 2024 年 3 月底公司运营中非并表投资类项目情况（单位：亿元）

| 项目名称                     | 投资总额   | 公司投资额 | 权益比例   |
|--------------------------|--------|-------|--------|
| 重庆轨道交通 4 号线 PPP 项目       | 155.07 | 0.64  | 1.00%  |
| 贵州省遵义至余庆高速公路 PPP 项目      | 147.23 | 2.00  | 6.03%  |
| 贵州省威宁至围杖（滇黔界）高速公路 PPP 项目 | 41.85  | 4.70  | 44.93% |
| 昆明轨道交通 4 号线土建工程          | 190.89 | 46.80 | 75.73% |
| 江南中心绿道武九综合管廊工程 PPP 项目    | 45.18  | 1.11  | 11.83% |
| 合计                       | 580.22 | 55.25 | --     |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

公司围绕基础设施建设业务开展钢材、水泥等贸易业务，上下游多涉及中国中铁关联方；跟踪期内，公司压缩贸易业务规模，收入同比下降，毛利率有所提升。

公司贸易业务主要围绕基础设施建设业务展开。业务模式分为两种，一种是公司引进并委托集采服务单位进行施工所需集采物资的招标采购，公司与其签订集采采购合同，同时公司作为供应商与下游施工单位签订集采供应合同进行销售；另一种是公司作为招标人直接面向生产厂商招标采购，同时作为供应商与下游施工单位签订集采供应合同进行销售（该模式主要用于除轨道交通项目以外的机电设备和内部产品方面）。公司大部分贸易业务采用第一种模式，即公司向中铁物资集团有限公司（中国中铁全资子公司，是其商贸物流板块重要的运营主体，承担中国中铁系统内物资集中采购管理职能，以下简称“中铁物资”）进行集中采购并由公司销售给施工单位，采购内容以为各工程局提供的工程用材料为主，主要包括水泥、钢材和型材等。公司贸易业务上下游多涉及中国中铁集团内关联方，相关关联交易主要参照《中国中铁股份有限公司内部关联交易和往来管理实施细则》实施，按照市场化定价原则开展。

结算方面，公司与上下游客户的结算方式是当月 20 日至次月 21 日为一个结算周期，按照实际签收单据结合合同约定单价、结算方式进行对账结算。对上游供应商付款按招标要求及合同约定比例支付，对下游施工单位收款按集采供应合同约定 100%归集。公司对上游供应商结算支付方式主要为现金转账和 3~6 个月承兑汇票；对下游施工单位集采款归集按实际施工进度形成的验工计价 100%等额扣除。

2023 年，公司压缩低利润率业务规模，钢材、水泥产品的销售量及销售额同比均有所下降；采用净额法确认收入，当年实现贸易业务收入 4.51 亿元，同比下降 51.92%，贸易业务毛利率较上年有所提升。

图表 8 • 公司主要贸易产品销售情况（单位：万吨、亿元）

| 类别 | 2022 年 |       | 2023 年 |       | 2024 年 1—3 月 |       |
|----|--------|-------|--------|-------|--------------|-------|
|    | 销售量    | 销售额   | 销售量    | 销售额   | 销售量          | 销售额   |
| 钢材 | 185.82 | 64.75 | 114.56 | 44.00 | 21.91        | 7.81  |
| 水泥 | 530.44 | 24.16 | 370.12 | 16.71 | 65.72        | 2.51  |
| 管片 | 0.89   | 2.25  | 1.59   | 5.15  | 0.28         | 0.82  |
| 钢梁 | 2.10   | 2.75  | 0.87   | 1.07  | --           | --    |
| 合计 | 719.25 | 93.91 | 487.14 | 66.93 | 87.91        | 11.14 |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

**跟踪期内，公司房地产收入规模较小；目前在售房地产项目投资规模较大，后续去化进度有待观察。**

2023 年，公司房地产业务实现收入 0.02 亿元，主要来自中铁佳苑等已完工项目尾盘销售。截至 2024 年 3 月底，公司在售房地产项目主要为昆明中铁诺德央玺春风，该项目总投资 48.63 亿元，为合作开发，公司出资 60%，目前已完成投资 18.45 亿元，尚未竣工，2023 年 3 月开盘后累计实现预售 2.03 亿元，回款 2.00 亿元。未来公司在房地产业务上仍需一定规模投资，后续去化进度有待观察。

图表 9 • 截至 2024 年 3 月底公司主要房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称       | 总投资额  | 可售面积  | 已售面积 | 开工时间        | 开盘时间       | 竣工时间 | 已投资额  | 累计销售额 | 累计回款额 |
|------------|-------|-------|------|-------------|------------|------|-------|-------|-------|
| 昆明中铁诺德央玺春风 | 48.63 | 27.75 | 1.97 | 2022/11/ 25 | 2023/03/26 | --   | 18.45 | 2.03  | 2.00  |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

## 2 未来发展

**公司发展思路清晰，发展前景良好。**

作为中国中铁的核心子公司，公司将继续贯彻落实中国中铁区域投资开发的战略部署，在云贵渝鄂区域继续巩固优势业务，强化高速公路、城市轨道交通领域的一体化服务能力；同时，公司把城市综合开发、高端康养、水利水电作为“十四五”期间重点拓展的增量市场，择机进入环保生态、文旅开发、港口码头、沿边外贸口岸开发、新基建等新兴业务市场，积极稳妥推进各类项目运营管理，打造专业化的金融服务、资产管理和投资运营管理平台，实现绿色建筑、智能建造、循环建造，有效拉动区域相关产业链协同发展。

## （四）财务方面

公司提供了 2023 年合并及母公司财务报告，大华会计师事务所<sup>1</sup>（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2023 年，公司合并范围子公司新增 2 家；2024 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据可比性的影响有限。

### 1 主要财务数据变化

**跟踪期内，公司资产规模稳定增长，构成主要为投资运营项目形成的无形资产及其他非流动资产，货币资金较为充裕，资产受限比例高。**

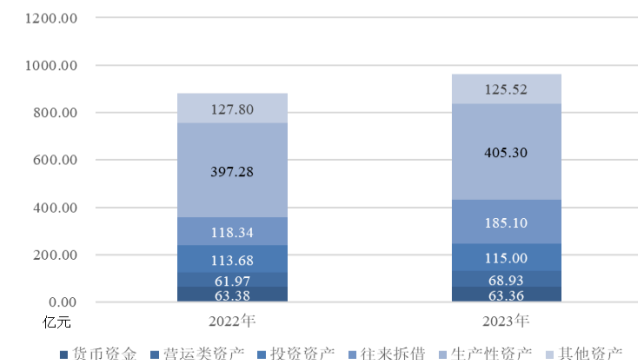
截至 2023 年末，公司资产总额较上年末增长 9.15%至 963.21 亿元，其中流动资产占 33.57%。从构成来看，主要为货币资金（占 6.58%）、营运类资产（应收账款、预付款项、存货等，占 7.16%）、投资类资产（长期股权投资等，占 11.94%）、往来拆借（以其他应收款为主，占 19.22%）以及生产性资产（以无形资产为主，占 42.08%）。其中，货币资金 63.36 亿元，较上年末保持稳定，主要为银行存款；其他应收款 185.10 亿元，较上年末增长 56.41%，主要系公司根据中国中铁相关资金集中管理办法规定，将货币资金进行归集所致；长期股权投资 92.33 亿元，较上年末增长 6.27%，主要为持有的合营企业云南省滇中引水二期工程有限公司以及昆明轨道交通四号线土建项目建设管理有限公司等股权，2023 年确认投资收益 0.04 亿元，发放现金股利或利润 0.14 亿元；无形资产 399.39 亿元，较上年末增长 2.13%，主要为投资类项目特许经营权；其他非流动资产 118.15 亿元，较上年末增长 8.53%，主要为一年以后收回的合同资产。

<sup>1</sup>大华会计师事务所（特殊普通合伙）于 2024 年 5 月 10 日受到江苏证监局的行政处罚。

资产受限方面。2023 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 518.96 亿元，占同期末资产总额的 53.88%，资产受限比例高。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额为 938.00 亿元，资产规模及构成较 2023 年末未发生重大变化。

图表10 • 公司各类资产<sup>2</sup>变化情况



资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 11 • 2023 年末公司其他应收款主要构成（单位：亿元）

| 债务人名称               | 款项性质    | 占比     | 账龄   |
|---------------------|---------|--------|------|
| 中国中铁财务部清算中心         | 资金集中管理款 | 76.30% | 1年以内 |
| 中国中铁财务部会计处          | 代垫款     | 9.17%  | 1年以内 |
| 中国中铁云南省滇中引水项目总指挥部   | 代垫款     | 5.99%  | 1年以内 |
| 中国中铁昆明市轨道交通1号线延长线项目 | 代垫款     | 2.59%  | 1年以内 |
| 中国中铁渝湘复线高速公路总承包部    | 代垫款     | 1.74%  | 1年以内 |
| 合计                  | --      | 95.77% | --   |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 12 • 2023 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

| 资产名称         | 受限金额   | 受限原因                    |
|--------------|--------|-------------------------|
| 货币资金         | 16.50  | 主要为承兑汇票保证金，另有部分土地复垦保证金  |
| 无形资产         | 399.20 | 寻沾、东格、玉楚、昆倘、贵阳管廊收益权质押贷款 |
| 合同资产及其他非流动资产 | 103.26 | 寻沾、东格、玉楚项目收益权质押贷款       |
| 合计           | 518.96 | --                      |

资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，随着利润的积累，公司所有者权益保持增长，权益稳定性偏弱；公司有息债务略有增长，以银行借款为主，期限结构良好，整体债务负担较重。

截至 2023 年末，公司所有者权益较上年末增长 10.21%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本占 14.24%、资本公积占 0.05%、盈余公积占 3.58%、未分配利润占 18.30%、少数股东权益占 63.84%，权益稳定性偏弱。截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益较 2023 年末保持稳定。

截至 2023 年末，公司负债总额较上年末增长 8.70%，其中流动负债占 47.38%，占比较上年末保持稳定；全部债务 379.61 亿元，较上年末增长 2.65%，其中短期债务占 14.70%，占比较上年末下降 2.35 个百分点。从构成来看，公司全部债务中银行借款占 93.48%、发行债券占 3.95%，2023 年平均融资成本<sup>3</sup>为 3.65%。截至 2023 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.43%、56.31%和 52.37%，较上年末均略有下降。

截至 2024 年 3 月末，公司负债总额较上年末下降 4.08%，全部债务较上年末下降 0.92%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率保持稳定。

跟踪期内，公司营业总收入和利润总额同比有所下降，利润来自主营业务，盈利能力保持在很高水平。

2023 年，随着基础设施建设收入下降，公司营业总收入同比下降 21.76%，得益于良好的成本控制，公司毛利润同比保持稳定；由于昆倘高速、玉楚高速进入通车运营期，带息负债利息由资本化转为费用化，计入财务费用，以财务费用为主的期间费用增长快，期间费用率同比上升，对利润的侵蚀加重；投资收益主要为资金集中管理款利息收入和以摊余成本计量的金融资产终止确认损失，减值损失主要为其他应收款坏账损失，2023 年上述两项同比略有波动，对公司利润的影响有限。公司利润来自主营业务，2023 年利润总额同比下降 15.74%，总资本收益率和净资产收益率略有下降。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 49.48%，利润总额同比下降 76.64%，主要系新签合同额及完工额下降所致。

<sup>2</sup>营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用。

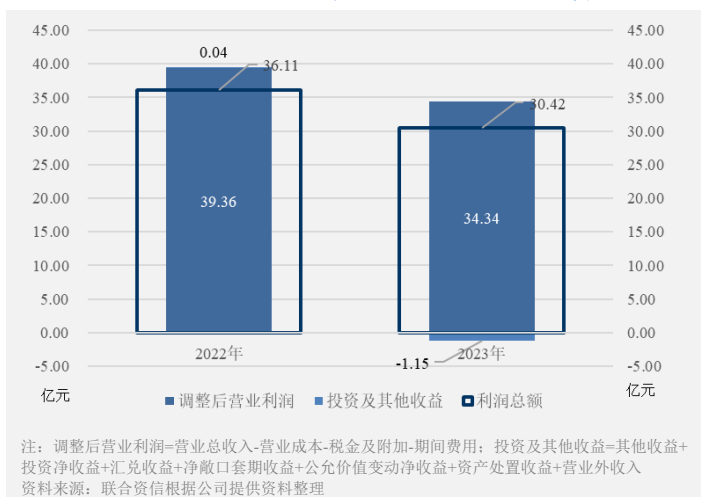
<sup>3</sup>综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）\*2

图表13• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目       | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1—3 月 |
|----------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入    | 281.25 | 220.04 | 37.14        |
| 毛利润      | 44.48  | 44.14  | --           |
| 投资收益     | 0.02   | -1.52  | 0.27         |
| 减值损失（合计） | -3.18  | -2.72  | -0.42        |
| 利润总额     | 36.11  | 30.42  | 1.76         |
| 营业利润率    | 15.53% | 19.70% | 9.84%        |
| 期间费用率    | 15.81% | 20.06% | --           |
| 总资本收益率   | 6.26%  | 5.46%  | --           |
| 净资产收益率   | 11.48% | 7.94%  | --           |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表14• 2022—2023年公司利润构成及变化趋势



跟踪期内，公司经营获现能力维持在较高水平，投资活动资金缺口收窄，筹资活动现金净流入减少；考虑到公司项目建设需持续投资，未来将保持一定融资需求。

2023 年，公司经营活动现金流入量及流出量均同比增长，主要系代收代付保理款（计入收到其他与经营活动有关的现金、支付其他与经营活动有关的现金）增长所致，经营活动现金净流入规模同比下降，经营获现能力保持在较高水平；投资活动主要为 PPP 在建项目工程投入、资金集中管理等活动产生，2023 年投资活动现金维持净流出，但资金缺口收窄；2023 年公司经营活动现金净流入可覆盖投资活动缺口，公司筹资活动现金净流入规模下降。

2024 年 1—3 月，公司经营活动、投资活动以及筹资活动现金流均表现为净流出。考虑到公司项目建设需持续投资，未来将保持一定融资需求。

图表 15 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

| 项目           | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 1—3 月 |
|--------------|---------|---------|--------------|
| 经营活动现金流入小计   | 438.53  | 497.99  | 56.08        |
| 经营活动现金流出小计   | 343.69  | 440.07  | 87.54        |
| 经营活动现金流量净额   | 94.83   | 57.92   | -31.46       |
| 投资活动现金流入小计   | 637.95  | 505.50  | 123.02       |
| 投资活动现金流出小计   | 771.17  | 581.60  | 112.85       |
| 投资活动现金流量净额   | -133.22 | -76.10  | 10.17        |
| 筹资活动前现金流量净额  | -38.38  | -18.18  | -21.29       |
| 筹资活动现金流入小计   | 443.76  | 363.76  | 37.90        |
| 筹资活动现金流出小计   | 390.94  | 355.38  | 44.63        |
| 筹资活动现金流量净额   | 52.82   | 8.38    | -6.73        |
| 现金收入比        | 125.52% | 147.01% | 146.88%      |
| 现金及现金等价物净增加额 | 14.44   | -9.80   | -28.03       |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

## 2 偿债指标变化

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

截至 2023 年末，公司流动比率和速动比率较上年末有所提升，速动资产对流动负债的覆盖能力较强；经营活动现金净流量以及现金类资产对短期债务覆盖能力强；公司 EBITDA 同比略有增长，对利息支出的覆盖能力较强。

图表 16 • 公司偿债指标

| 项目     | 指标             | 2022 年 | 2023 年  | 2024 年 1—3 月 |
|--------|----------------|--------|---------|--------------|
| 短期偿债指标 | 流动比率           | 91.33% | 102.06% | 102.84%      |
|        | 速动比率           | 90.62% | 98.98%  | 99.19%       |
|        | 经营现金/流动负债      | 33.13% | 18.28%  | --           |
|        | 经营现金/短期债务（倍）   | 1.50   | 1.04    | --           |
|        | 现金类资产/短期债务（倍）  | 1.05   | 1.14    | 0.67         |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元）     | 46.55  | 47.08   | --           |
|        | 全部债务/EBITDA（倍） | 7.94   | 8.06    | --           |
|        | 经营现金/全部债务（倍）   | 0.26   | 0.15    | --           |
|        | EBITDA/利息支出（倍） | 3.15   | 3.44    | --           |
|        | 经营现金/利息支出（倍）   | 6.42   | 4.24    | --           |

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司资料整理

截至 2024 年 3 月末，公司获得银行授信总额 734.47 亿元（含中铁财务有限责任公司授信），未使用授信余额 272.55 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2023 年末，联合资信未发现公司合并口径存在对外担保及重大未决诉讼。

### 3 母公司<sup>4</sup>主要变化情况

母公司为公司收入及利润的主要来源。跟踪期内，随着利润积累，母公司权益规模较快增长，债务负担有所下降，短期偿债压力可控。

截至 2023 年底，母公司资产总额为 492.50 亿元。其中，现金类资产（货币资金）61.33 亿元、其他应收款 184.66 亿元（主要为资金集中管理款）、长期股权投资 132.60 亿元，主要为对子公司的投资（占 30.46%）和对联营企业、合营企业的投资（占 69.54%）；母公司所有者权益为 116.52 亿元，较上年末增长 37.47%，主要系利润积累所致；母公司全部债务 69.56 亿元，较上年末增长 5.08%，占合并口径全部债务的 18.32%，以短期债务为主（占 74.21%），资产负债率和全部债务资本化比率分别为 76.34%和 37.38%，较上年末分别下降 3.77 个百分点和下降 6.47 个百分点。

母公司负责基础设施建设业务（下属项目部）以及物资贸易业务，为合并口径收入的主要来源。2023 年，母公司实现营业总收入 217.93 亿元，利润总额为 39.22 亿元。母公司现金短期债务比为 1.19 倍，短期偿债压力可控。

## （五）ESG 方面

公司积极履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司基础设施建设、房地产开发等业务可能面临一定环境风险。截至报告出具日，联合资信未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高，积极履行作为国有企业的社会责任。

治理方面，公司未设置 ESG 部门，产业战略规划清晰，治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。

## 七、外部支持

### 1 支持能力

中国中铁是国务院国资委管理的特大型建筑企业，支持能力极强。

<sup>4</sup> 母公司财务数据包含公司本部以及下属项目部。

中国中铁是国务院国资委管理的特大型建筑企业，业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易等，分别在上海及香港两地上市。截至 2023 年底，中国中铁资产总额 18294.39 亿元，所有者权益 4599.02 亿元；2023 年，中国中铁实现营业收入 12634.75 亿元，利润总额 460.70 亿元，具备极强的资本实力和盈利能力。

## 2 支持可能性

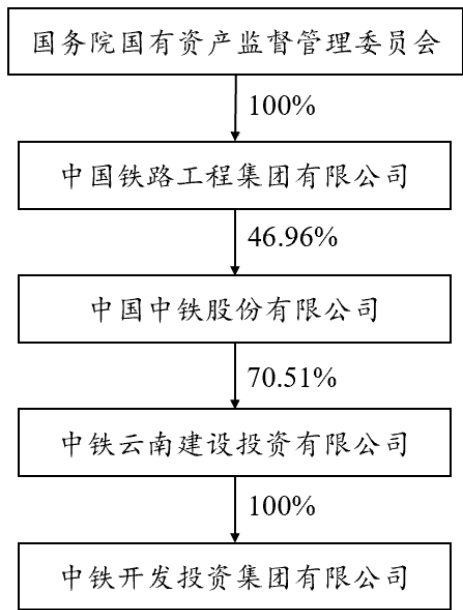
**跟踪期内，公司在业务承揽等方面得到中国中铁大力支持。**

公司为中国中铁下属负责西南区域基础设施建设及运营的核心三级子公司，公司项目承接均使用“中国中铁”品牌，承揽后由中国中铁下属各工程局负责施工。截至 2024 年 3 月底，中铁财务有限责任公司给予公司授信额度 100.00 亿元，已使用 74.38 亿元。

## 八、跟踪评级结论

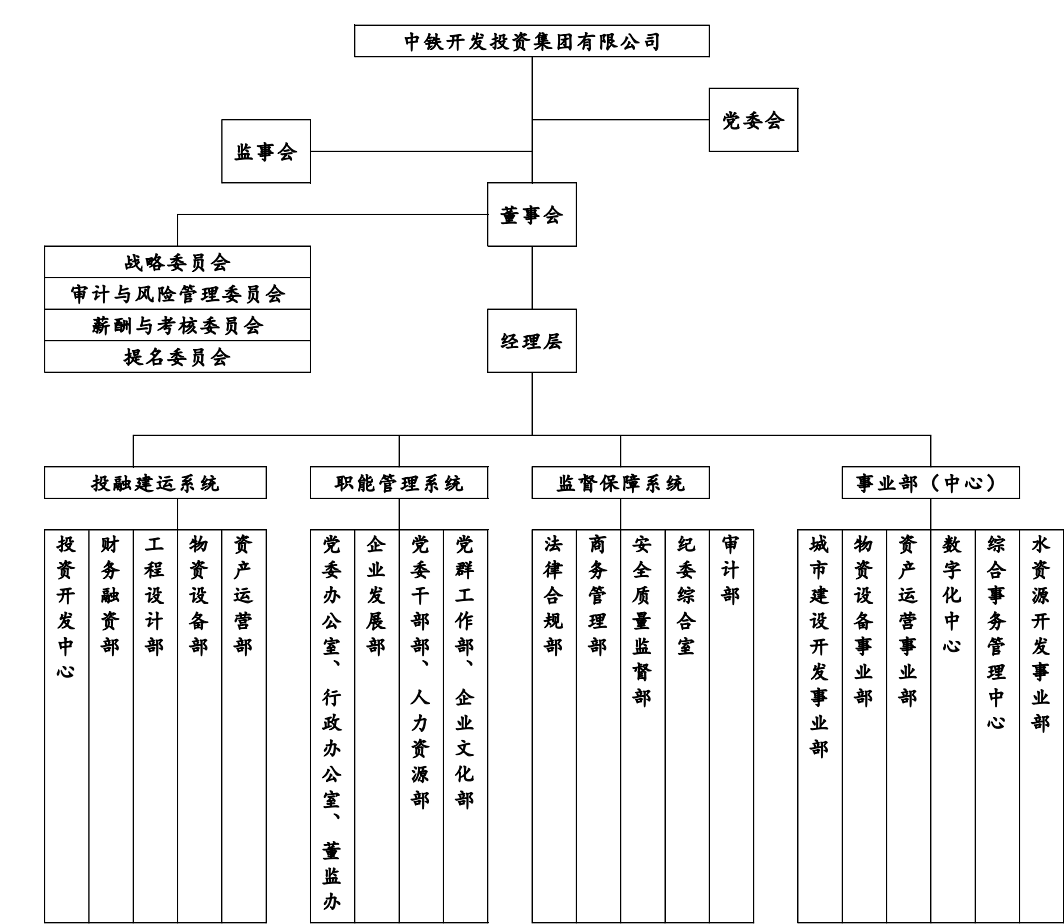
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“23 中铁开投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项 目                | 2022 年  | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
|--------------------|---------|--------|------------|
| 财务数据               |         |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 66.37   | 63.36  | 34.48      |
| 应收账款（亿元）           | 37.88   | 22.89  | 40.35      |
| 其他应收款（亿元）          | 118.34  | 185.10 | 163.88     |
| 存货（亿元）             | 2.04    | 9.77   | 10.54      |
| 长期股权投资（亿元）         | 86.88   | 92.33  | 94.19      |
| 固定资产（亿元）           | 2.16    | 1.96   | 1.91       |
| 在建工程（亿元）           | 0.05    | 0.04   | 0.03       |
| 资产总额（亿元）           | 882.44  | 963.21 | 938.00     |
| 实收资本（亿元）           | 41.95   | 41.95  | 41.95      |
| 少数股东权益（亿元）         | 183.23  | 187.99 | 188.91     |
| 所有者权益（亿元）          | 267.22  | 294.50 | 296.56     |
| 短期债务（亿元）           | 63.05   | 55.80  | 51.20      |
| 长期债务（亿元）           | 306.75  | 323.81 | 324.92     |
| 全部债务（亿元）           | 369.80  | 379.61 | 376.12     |
| 营业总收入（亿元）          | 281.25  | 220.04 | 37.14      |
| 营业成本（亿元）           | 236.77  | 175.90 | 32.93      |
| 其他收益（亿元）           | 0.01    | 0.51   | 0.00       |
| 利润总额（亿元）           | 36.11   | 30.42  | 1.76       |
| EBITDA（亿元）         | 46.55   | 47.08  | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 353.03  | 323.49 | 54.55      |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 438.53  | 497.99 | 56.08      |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 94.83   | 57.92  | -31.46     |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -133.22 | -76.10 | 10.17      |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | 52.82   | 8.38   | -6.73      |
| 财务指标               |         |        |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 8.50    | 6.90   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 106.98  | 29.78  | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.35    | 0.24   | --         |
| 现金收入比（%）           | 125.52  | 147.01 | 146.88     |
| 营业利润率（%）           | 15.53   | 19.70  | 9.84       |
| 总资本收益率（%）          | 6.26    | 5.46   | --         |
| 净资产收益率（%）          | 11.48   | 7.94   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 53.44   | 52.37  | 52.28      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 58.05   | 56.31  | 55.91      |
| 资产负债率（%）           | 69.72   | 69.43  | 68.38      |
| 流动比率（%）            | 91.33   | 102.06 | 102.84     |
| 速动比率（%）            | 90.62   | 98.98  | 99.19      |
| 经营现金流动负债比（%）       | 33.13   | 18.28  | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 1.05    | 1.14   | 0.67       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 3.15    | 3.44   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 7.94    | 8.06   | --         |

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 长期应付款中的有息债务已调整至长期债务及相关指标核算  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

| 项 目                | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 66.24  | 61.33  | 23.45      |
| 应收账款（亿元）           | 35.20  | 19.71  | 0.03       |
| 其他应收款（亿元）          | 118.22 | 184.88 | 138.52     |
| 存货（亿元）             | 0.00   | 0.00   | 0.00       |
| 长期股权投资（亿元）         | 130.39 | 132.60 | 135.28     |
| 固定资产（亿元）           | 2.12   | 1.94   | 1.87       |
| 在建工程（亿元）           | 0.05   | 0.04   | 0.03       |
| 资产总额（亿元）           | 426.25 | 492.50 | 382.84     |
| 实收资本（亿元）           | 41.95  | 41.95  | 41.95      |
| 少数股东权益（亿元）         | 0.00   | 0.00   | 0.00       |
| 所有者权益（亿元）          | 84.76  | 116.52 | 119.48     |
| 短期债务（亿元）           | 58.63  | 51.62  | 44.88      |
| 长期债务（亿元）           | 7.57   | 17.94  | 17.93      |
| 全部债务（亿元）           | 66.20  | 69.56  | 62.82      |
| 营业总收入（亿元）          | 277.47 | 217.93 | 1.06       |
| 营业成本（亿元）           | 232.36 | 169.95 | 0.63       |
| 其他收益（亿元）           | 0.00   | 0.51   | 0.00       |
| 利润总额（亿元）           | 36.21  | 39.22  | -0.21      |
| EBITDA（亿元）         | --     | --     | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 418.88 | 322.92 | 8.40       |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 467.12 | 503.90 | 34.23      |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 69.61  | 57.73  | -26.02     |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -54.57 | -68.27 | 19.42      |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | 4.75   | -1.17  | -18.22     |
| <b>财务指标</b>        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 7.43   | 7.53   | --         |
| 存货周转次数（次）          | *      | *      | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.73   | 0.47   | --         |
| 现金收入比（%）           | 150.96 | 148.17 | 795.79     |
| 营业利润率（%）           | 15.99  | 21.62  | 20.33      |
| 总资本收益率（%）          | 22.79  | 18.96  | --         |
| 净资产收益率（%）          | 36.33  | 28.12  | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 8.20   | 13.34  | 13.05      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 43.85  | 37.38  | 34.46      |
| 资产负债率（%）           | 80.11  | 76.34  | 68.79      |
| 流动比率（%）            | 81.61  | 91.33  | 89.82      |
| 速动比率（%）            | 81.61  | 91.33  | 89.82      |
| 经营现金流动负债比（%）       | 22.40  | 17.49  | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 1.13   | 1.19   | 0.52       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | --     | --     | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | --     | --     | --         |

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “\*”表示该指标分母为零  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                   |
|-----------------|--------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                        |
| 资产总额年复合增长率      |                                                        |
| 净资产年复合增长率       | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%                      |
| 营业总收入年复合增长率     | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 利润总额年复合增长率      |                                                        |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                        |
| 销售债权周转次数        | 营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)                      |
| 存货周转次数          | 营业成本/平均存货净额                                            |
| 总资产周转次数         | 营业总收入/平均资产总额                                           |
| 现金收入比           | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%                              |
| <b>盈利指标</b>     |                                                        |
| 总资本收益率          | (净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%                |
| 净资产收益率          | 净利润/所有者权益×100%                                         |
| 营业利润率           | (营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%                        |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                        |
| 资产负债率           | 负债总额/资产总计×100%                                         |
| 全部债务资本化比率       | 全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%                          |
| 长期债务资本化比率       | 长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%                               |
| 担保比率            | 担保余额/所有者权益×100%                                        |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                        |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                            |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                           |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                        |
| 流动比率            | 流动资产合计/流动负债合计×100%                                     |
| 速动比率            | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%                              |
| 经营现金流负债比        | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                                 |
| 现金短期债务比         | 现金类资产/短期债务                                             |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 含义                             |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高     |
| CC   | 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    | 不能偿还债务                         |

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义                                |
|------|-----------------------------------|
| 正面   | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大           |
| 稳定   | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大             |
| 负面   | 存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大           |
| 发展中  | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |