

中铁一局集团有限公司 2024 年度 第一期资产支持票据（科创票据） 2025 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〔2025〕7381号

联合资信评估股份有限公司通过对“中铁一局集团有限公司2024年度第一期资产支持票据（科创票据）”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“中铁一局集团有限公司2024年度第一期资产支持票据（科创票据）”项下24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的信用等级维持 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月三十日

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评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方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委托方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。

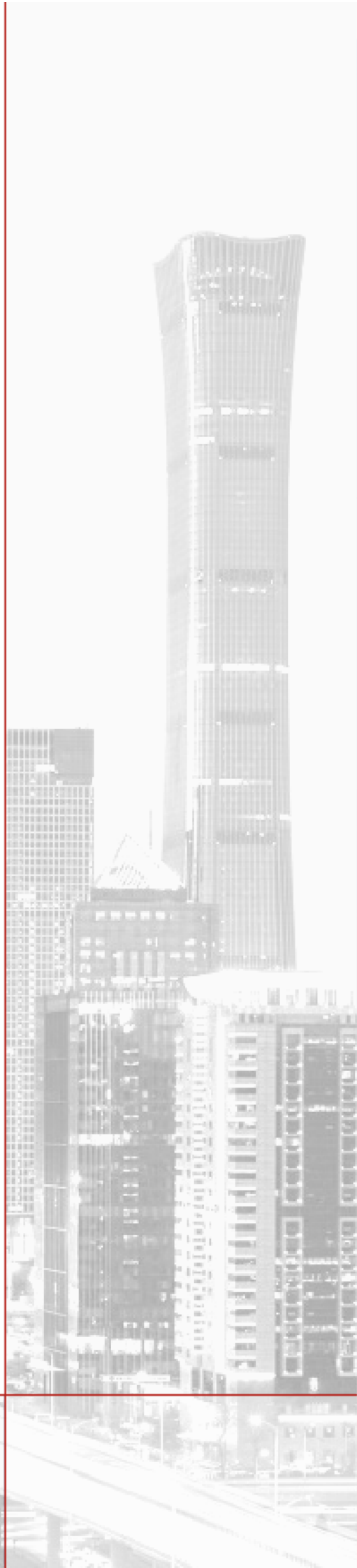
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据 (科创票据) 2025 年跟踪评级报告

票据名称	金额 (万元)		占比		信用支持		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次	本次	首次
24 中铁一局 ABN001 优先 (科创票据)	167600.00	167600.00	91.78%	90.13%	8.22%	9.87%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
24 中铁一局 ABN001 次 (科创票据)	8900.00	8900.00	4.87%	4.79%	--	--	NR	NR
票据合计	176500.00	176500.00	96.65%	94.91%	--	--	--	--
超额抵押	6119.38	9457.12	3.35%	5.09%	--	--	--	--
资产合计	182619.38	185957.12	100.00%	100.00%	--	--	--	--

注：1. 本次跟踪资产合计包括信托账户余额 0.23 万元和资产池剩余金额 182619.15 万元；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR 表示未予评级

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据（科创票据）”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的资产池运行情况、票据兑付情况、量化模型测试、量化模型外的调整因素以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）的信用等级。

跟踪期内，本交易进行了 1 次循环购买，基础资产无逾期、违约及损失情况。本交易仍处于循环购买期，剩余 1 次循环购买。截至基础资产跟踪基准日，资产池所涉债务人的集中度较首次评级有所上升，债务人地区集中度仍较高，行业集中度仍很高，且工程尾款债权仍存在非信用折损风险，循环购买机制使后续的资产池质量仍面临不确定性。因此，组合资产信用风险分析模型结果显示，基础资产整体质量仍一般。

跟踪期间，本交易项下优先级票据尚未进行本金兑付，次级票据的占比仍很低，并且资产支持票据利息的偿付导致优先级票据获得的信用支持比例较首次评级小幅下降。量化测算结果显示，24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的量化模型指示信用等级仍无法达到 AAA_{sf}。

跟踪期间，各参与方能够较好地履行其相应的职能，中铁一局集团有限公司（以下简称“中铁一局”，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定）提供的无条件不可撤销的差额支付承诺仍为 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）信用等级提升至 AAA_{sf} 提供了关键的信用支持。

综合考虑上述因素，联合资信确定“中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据（科创票据）”项下 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的信用等级维持 AAA_{sf}。

优势

- 中铁一局提供的无条件不可撤销的差额支付承诺仍为 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）信用等级提升至 AAA_{sf} 提供了关键的信用支持。中铁一局业务资质齐全且等级高，行业经验丰富，行业地位仍高，项目储备充足，业务结构良好，客户信用水平较好，持续获得外部支持。联合资信评定中铁一局主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，增信能力极强。

¹ 有 2 笔基础资产涉及多户债务人。

² 联合资信采用在主体长期信用等级符号后加下标 s 来表示影子级别，定义详见附件 2。

关注

- **资产池集中度仍偏高。**资产池债务人的集中度较首次评级有所上升，集中度仍较高，单个债务人违约对于资产池整体表现会有较大影响。债务人地区集中度仍较高，行业集中度仍很高，基础资产的表现受地区及行业波动影响很大。
- **工程尾款债权仍存在一定的非信用折损风险。**截至基础资产跟踪基准日，入池资产中工程质量保证金占比为 9.56%，该类债权的实现很大程度上依赖于工程建设进度的推进以及工程质量情况，若工程进度或工程质量不及预期进而可能导致基础资产现金流减少或者延迟回收，从而对专项计划造成损失。
- **量化分析存在一定的模型风险。**影响基础资产违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定的模型风险。
- **跟踪期内，建筑行业景气度下行，建筑企业项目回款周期延长，中铁一局应收账款和合同资产对资金占用较大，中铁一局参与 PPP 项目规模较大，项目运营及回款情况有待关注。**2023 年以来，建筑行业需求有所放缓，下游业主资金偏紧。截至 2024 年底，中铁一局资产中应收账款和合同资产合计 514.82 亿元，较 2023 年底增长 80.12%，占期末流动资产的 55.91%，对中铁一局资金形成较大占用且增速很快，工程项目结算回款进度值得关注。截至 2024 年底，中铁一局参与的 PPP 项目总投资规模较大。其中部分项目进入运营期，资金平衡方式主要为政府付费，项目运营及回款情况有待关注。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.0.202312
对公债权资产支持证券评级方法	V4.0.202412

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

增信方主要财务数据（合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月	项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	166.22	209.44	123.58	营业利润率（%）	6.02	7.28	4.77
资产总额（亿元）	783.20	1253.71	1338.22	净资产收益率（%）	14.35	10.92	--
所有者权益（亿元）	167.60	185.93	189.93	资产负债率（%）	78.60	85.17	85.48
短期债务（亿元）	50.74	59.90	68.05	全部债务资本化比率（%）	30.31	42.63	43.61
长期债务（亿元）	22.17	78.27	78.82	流动比率（%）	103.69	110.38	102.84
全部债务（亿元）	72.91	138.17	146.87	经营现金流动负债比（%）	5.35	3.10	--
营业总收入（亿元）	1269.11	1055.14	224.56	现金短期债务比（倍）	3.28	3.50	1.82
利润总额（亿元）	28.28	23.71	4.19	EBITDA 利息倍数（倍）	32.49	13.54	--
EBITDA（亿元）	36.10	33.46	--	全部债务/EBITDA（倍）	2.02	4.13	--
经营性净现金流（亿元）	31.06	25.88	-86.34	--	--	--	--

注：1. 除特别说明外，均指人民币；2. 中铁一局 2025 年一季度财务数据未经审计；3. 中铁一局所有者权益中永续期公司债券未计入全部债务核算；4. “--”代表数据不适用
 资料来源：联合资信根据中铁一局审计报告、财务报表及中铁一局提供资料整理

债券过往评级情况

评级时间	24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）信用等级
2024/04/17	AAA _{sf}

评级时间

2025 年 7 月 30 日

评级项目组

项目负责人：马晓闻 maxw@lhratings.com

项目组成员：董 博 dongbo@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：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、票据兑付概况

截至票据跟踪基准日，本交易项下资产支持票据正常兑付。

中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据（科创票据）（以下简称“本交易”）于 2024 年 4 月 29 日正式成立，于 2024 年 4 月 30 日在银行间债券市场挂牌转让。截至票据跟踪基准日（2025 年 6 月 30 日），本交易仍在循环购买期，24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）仅分配利息 4324.08 万元，尚未分配本金；24 中铁一局 ABN001 次（科创票据）分配期间收益 293.70 万元，尚未分配本金。截至票据跟踪基准日，本期资产支持票据兑付情况及存续规模情况如下所示。

图表 1 • 截至票据跟踪基准日本交易资产支持票据收益分配情况

分配时间	24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）		24 中铁一局 ABN001 次（科创票据）	
	本金（万元）	利息（万元）	本金（万元）	期间收益（万元）
2025/04/29	--	4324.08	--	293.70
合计	--	4324.08	--	293.70

资料来源：联合资信根据《中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据（科创票据）资产运营报告》和《中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据（科创票据）付息公告》以及信托账户流水整理

图表 2 • 截至票据跟踪基准日本交易存续规模情况

票据简称	存续规模（万元）		占比		发行利率/期间收益	预期到期日	兑付情况
	本次	首次	本次	首次			
24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）	167600.00	167600.00	91.78%	90.13%	2.58%	2027/04/29	正常
24 中铁一局 ABN001 次（科创票据）	8900.00	8900.00	4.87%	4.79%	不超过 3.30%	2027/04/29	正常
票据合计	176500.00	176500.00	96.65%	94.91%	--	--	--
超额抵押	6119.38	9457.12	3.35%	5.09%	--	--	--
资产合计	182619.38	185957.12	100.00%	100.00%	--	--	--

注：分配方式上，24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）循环购买期内按年付息，过手分配期内按年付息、过手摊还本金；24 中铁一局 ABN001 次（科创票据）循环购买期内，享有上限不超过 3.30%/年的期间收益；过手分配期内，享有信托账户中其他剩余资金

资料来源：联合资信根据《中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据（科创票据）资产运营报告》以及信托账户流水整理

二、基础资产分析

1 资产运行情况

跟踪期内，资产池资产无逾期、违约及损失情况。本交易循环购买充分。

跟踪期内，基础资产无逾期、违约及损失情况。

本交易设有循环购买结构。截至基础资产跟踪基准日（2025 年 6 月 30 日），本交易仍处于循环购买期，循环购买期剩余 9.96 个月，过手分配期剩余 12.00 个月。跟踪期间，本交易完成 1 次循环购买，新增循环购买资产应收账款金额为 62366.82 万元。本交易的循环购买情况和折价情况如下表所示。

图表 3 • 本交易跟踪期内循环购买情况

循环购买时间	循环购买资产金额（万元）	循环购买后账户余额（万元）	购买价款（万元）	循环购买率	折价率
2025/04/17	62366.82	2.08	60907.36	100.00%	97.66%

注：循环购买率=购买价款/（购买价款+循环购买后账户余额）*100.00%；折价率=购买价款/循环购买资产金额*100.00%

资料来源：联合资信根据《中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据（科创票据）资产运营报告》和《中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据信托循环购买报告》以及信托账户流水整理

2 基础资产信用表现分析

截至基础资产跟踪基准日，债务人集中度较首次评级有所上升，地区集中度仍较高，行业集中度仍很高，且工程尾款债权仍存在非信用折损风险。整体看，基础资产整体质量仍一般。

截至基础资产跟踪基准日，资产池涉及应收账款余额合计 182619.15 万元，共涉及 30 户债务人的 29 笔应收账款，其中工程质量保证金金额占比为 9.56%。截至基础资产跟踪基准日，资产池加权平均剩余期限为 14.42 个月。

截至基础资产跟踪基准日，资产池统计特征如下表所示。

图表 4 • 资产池统计特征

指标	跟踪基准日	初始起算日
资产池余额（万元）	182619.15	185957.12
债务人数量 ³ （户）	30	31
合同笔数（笔）	29	30
单户最大余额（万元）	26236.67	26236.67
单户最大占比（%）	14.37	14.11
加权平均剩余期限（月）	14.42	23.56
债务人加权平均影子级别	A ⁺ /A _s	A ⁺ /A _s
工程质量保证金占比（%）	9.56	9.80

注：剩余期限=（预计回款日期-基础资产跟踪基准日）/365*12。
 资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 5 • 资产池前五大债务人特征分布

债务人序号	跟踪基准日			初始起算日		
	笔数（笔）	应收账款金额（万元）	占比	笔数（笔）	应收账款金额（万元）	占比
1	1	26236.67	14.37%	1	26236.67	14.11%
2	1	24400.86	13.36%	1	24400.86	13.12%
3	1	20549.55	11.25%	1	18075.26	9.72%
4	1	20057.70	10.98%	1	17806.59	9.58%
5	1	15704.88	8.60%	1	15704.88	8.45%
合计	5	106949.66	58.56%	5	102224.26	54.97%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 6 • 资产池债务人前五大地区分布

地区	跟踪基准日			地区	初始起算日		
	笔数（笔）	应收账款余额（万元）	占比		笔数（笔）	应收账款余额（万元）	占比
陕西省	3	31733.40	17.38%	陕西省	3	28927.59	15.56%
安徽省	3	25902.27	14.18%	福建省	1	24400.86	13.12%
福建省	1	24400.86	13.36%	安徽省	3	23919.82	12.86%
上海市	1	20549.55	11.25%	上海市	1	17806.59	9.58%
内蒙古自治区	1	15704.88	8.60%	内蒙古自治区	1	15704.88	8.45%
合计	9	118290.95	64.77%	合计	9	110759.73	59.56%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 7 • 资产池债务人前五大行业分布

行业	跟踪基准日			行业	初始起算日		
	笔数（笔）	应收账款余额（万元）	占比		笔数（笔）	应收账款余额（万元）	占比
城市基础设施投资	7	45972.04	25.17%	城市基础设施投资	7	46172.04	24.83%
公路与铁路运输	6	43363.08	23.75%	商业服务	7	41807.34	22.48%
商业服务	6	35302.66	19.33%	公路与铁路运输	6	37915.42	20.39%

³ 有 2 笔基础资产涉及多户债务人。

建筑与工程	4	27873.79	15.26%	建筑与工程	4	32151.69	17.29%
科学研究和技术服务	2	24567.46	13.45%	科学研究和技术服务	2	24567.46	13.21%
合计	25	177079.03	96.97%	合计	26	182613.96	98.20%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 8 • 资产池剩余期限分布

剩余期限（月）	跟踪基准日		剩余期限（月）	初始起算日	
	应收账款余额（万元）	占比		应收账款余额（万元）	占比
[9.01, 12.00]	78619.30	43.05%	[13.28, 24.00]	68253.80	36.70%
(12.00, 19.86]	103999.84	56.95%	(24.00, 35.67]	117703.33	63.30%
合计	182619.15	100.00%	合计	185957.12	100.00%

注：上表中用以描述统计区间两端的“（”以及“）”代表统计区间不包含该端点值，同时“[”以及“]”代表统计区间包含该端点值，下同

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 9 • 资产影子级别分布

影子级别	跟踪基准日			影子级别	初始起算日		
	笔数（笔）	应收账款余额（万元）	占比		笔数（笔）	应收账款余额（万元）	占比
AAA _s	5	42952.66	23.52%	AAA _s	5	37070.24	19.93%
AA ⁺ _s	1	2950.89	1.62%	AA ⁺ _s	1	2950.89	1.59%
AA _s	1	2587.51	1.42%	AA _s	1	2587.51	1.39%
AA ⁻ _s	2	870.49	0.48%	AA ⁻ _s	2	2355.26	1.27%
A ⁺ _s	3	11469.05	6.28%	A ⁺ _s	3	14268.05	7.67%
A _s	9	77164.29	42.25%	A _s	9	78202.05	42.05%
A ⁻ _s	5	34920.85	19.12%	A ⁻ _s	5	43283.71	23.28%
BBB ⁺ _s	2	5152.43	2.82%	BBB ⁺ _s	3	3494.26	1.88%
BBB ⁻ _s	1	4550.97	2.49%	BBB ⁻ _s	1	1745.15	0.94%
合计	29	182619.15	100.00%	合计	30	185957.12	100.00%

注：共同债务人以影子级别较高的进行统计披露。部分债务人根据公开数据对影子级别进行了更新，对于无法获取最新公开数据的债务人，则沿用首次评级时的影子级别。

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化，现金流归集、划转未违反相关规定。

2 内部增信

跟踪期间，优先级资产支持票据获得的信用支持较首次评级小幅下降。本交易未触发相关事件。

截至基础资产跟踪基准日，资产池应收账款余额为 182619.15 万元；截至票据跟踪基准日，信托账户现金余额 0.23 万元，合计对资产支持票据形成了 3.35% 的超额抵押；24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）获得的信用支持为 8.22%，较首次评级小幅下降，主要系基础资产为无息资产，资产支持票据端兑付优先级资产支持票据利息与次级资产支持票据期间收益消耗了一定的超额抵押所致。

跟踪期间，本交易未触发加速清偿事件、权利完善事件、违约事件和循环购买期终止事件等。

四、量化模型测试

联合资信对优先级票据信用等级的评定是对优先级票据违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评票据本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信根据入池资产特征和交易文件条款约定，进行了组合资产信用风险分析、关键债务人违约压力测试、现金流压力测试及敏感性分析，来确定受评票据的量化模型指示信用等级。

1 组合资产信用风险分析

联合资信采用蒙特卡洛模拟方法对资产池组合的信用风险建模，以确定优先级票据达到预设评级目标所需要的目标等级违约比率和目标等级损失比率（即必要的信用提升水平）。该方法以信用等级与违约率的对应关系为基础，充分考虑债务人影子级别、集中度、关联关系、所处行业和地区、资产金额和剩余期限、资产担保方式等因素以及基础资产与票据端的利差水平对整个资产池的违约可能性及损失可能性所能产生的各种影响，同时综合考虑了资产服务机构的服务能力、工程质量保证金可能存在的非信用折损等因素。

根据违约概率假设、回收率假设和资产相关性等假设，联合资信使用蒙特卡洛方法模拟资产池在存续期内的违约及损失表现。通过 100 万次的模拟，联合资信计算出不同信用等级水平下优先级票据最少需要承受的资产池目标等级违约比率和目标等级损失比率。组合模型输出的基础资产加权平均回收率为 16.85%。组合模型输出的不同信用等级水平下目标等级违约比率和目标等级损失比率详见下表。

图表 10 • 组合资产信用风险模型结果

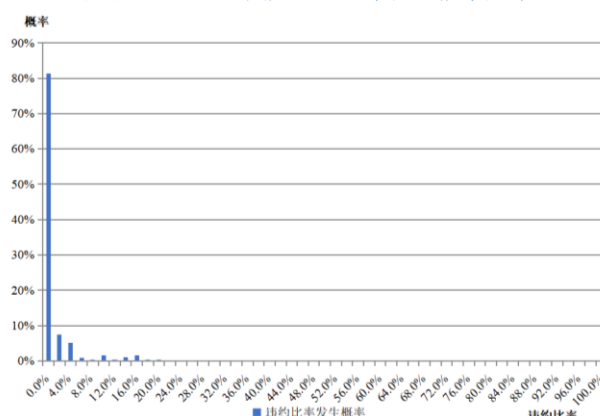
信用等级	目标等级违约概率（TRDP）	目标等级违约比率（TRDR）	目标等级损失比率（TRLR）
AAA _{sf}	0.018%	36.28%	34.37%
AA ⁺ _{sf}	0.083%	30.92%	29.19%
AA _{sf}	0.110%	28.90%	28.57%
AA ⁻ _{sf}	0.167%	25.82%	25.16%
A ⁺ _{sf}	0.383%	21.90%	21.25%
A _{sf}	0.500%	21.32%	20.65%
A ⁻ _{sf}	0.766%	20.12%	19.51%
BBB ⁺ _{sf}	1.166%	16.29%	15.50%
BBB _{sf}	1.935%	16.29%	15.48%
BBB ⁻ _{sf}	2.332%	14.27%	15.39%
BB ⁺ _{sf}	3.098%	12.35%	13.48%
BB _{sf}	4.663%	8.42%	9.24%
BB ⁻ _{sf}	8.660%	2.37%	4.37%
B ⁺ _{sf}	13.323%	1.44%	3.47%
B _{sf}	29.318%	0.00%	2.35%
B ⁻ _{sf}	39.981%	0.00%	2.35%

模型输出的模拟结果显示基础资产违约主要分布在第 1 年。基础资产违约比率发生概率分布情况如下图所示。

图表 11 • 基础资产违约时间分布

时间	违约比例
第 1 年	62.15%
第 2 年	37.85%

图表 12 • 基础资产违约比率发生概率分布



根据组合资产信用风险分析结果，并结合分层方案，24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）可获得的信用支持为 8.22%，无法满足 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（34.37%）。因此，由组合资产信用风险分析模型决定的 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的信用等级无法达到 AAA_{sf}。

2 关键债务人违约压力测试

虽然联合资信在组合资产信用风险分析模型中已经考虑了本期资产支持票据基础资产的集中度对资产池整体表现的影响（即根据债务人集中度、行业集中度、地区集中度放大债务人违约率），但联合资信同时认为，如果资产池的入池资产数量较少或者入池资产金额分布极不均匀，那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。因此，联合资信通过关键债务人违约压力测试模型对本期资产支持票据基础资产进行了压力测试，结果如下表所示。

图表 13 • 关键债务人违约压力测试结果

目标等级	最低分层支持要求
AAA _{sf}	43.11%
AA ⁺ _{sf} /AA _{sf} /AA ⁻ _{sf}	33.51%
A ⁺ _{sf} /A _{sf}	19.38%
A ⁻ _{sf}	7.98%
BBB ⁺ _{sf} /BBB _{sf}	4.15%
BBB ⁻ _{sf}	1.91%
BB ⁺ _{sf} 及以下	0.00%

根据关键债务人违约压力测试结果，并结合分层方案，24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）可获得的信用支持为 8.22%，无法满足 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（43.11%）。因此，由关键债务人压力测试决定的 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的信用等级无法达到 AAA_{sf}。

3 现金流压力测试

根据基础资产的本息支付等现金流入特征以及优先级票据的本息、税费支付等现金流出特征，联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括应收账款回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级票据利息、次级票据期间收益、优先级票据本金、次级票据本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反映现金流变化对优先级票据本息偿付所带来的影响。

现金流模型基准参数及基准情景下的现金流入和流出如下表和下图所示。

图表 14 • 现金流模型基准参数

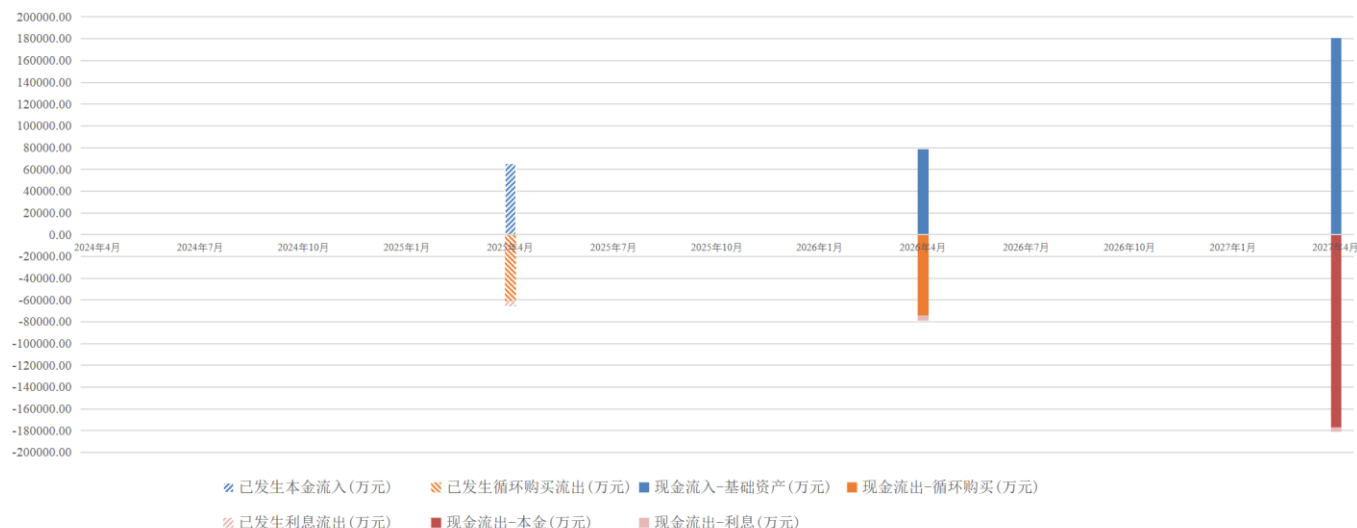
流入模型参数			支付模型参数		
参数名称	本次	首次	参数名称	本次	首次
回收率	16.85%	16.37%	票据/资产占比	91.78%:4.87%:3.35% ⁴	90.13%:4.79%:5.09% ⁵
回收周期	6 个月	6 个月	税率	3.26%	3.26%
提前还款率	0.00%	0.00%	费率合计	0.02%	0.02%
循环购买率	100.00%	100.00%	24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）收益率	2.58%	3.00%
循环购买折价率	97.66%	94.91%	24 中铁一局 ABN001 次（科创票据）期间收益率	不超过 3.30%	不超过 3.30%
违约时间分布	第 1 年：62.15% 第 2 年：37.85%	第 1 年：17.12% 第 2 年：37.76% 第 3 年：45.12%	基础资产跟踪基准日/初始起算日	2025/06/30	2024/02/21
			票据跟踪基准日	2025/06/30	--

注：费率合计包含信托报酬和兑付兑息费等

⁴ 截至基础资产跟踪基准日，资产池形成的超额抵押 3.35%

⁵ 截至初始起算日，资产池形成的超额抵押 5.09%

图表 15 • 正常情形下现金流分布



注:上图中虚线部分为自初始起算日起已发生本息流入流出,实线部分为预计流入流出。利息流出中包含次级票据期间收益和超额收益
资料来源:联合资信整理

联合资信将上述通过蒙特卡洛模拟测算出的违约率、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件,在此基础上,设置了如下主要压力条件:违约时间分布前置及违约回收率下降等。由于本期资产支持票据基础资产为应收账款,基础资产不产生利息,提前偿还应收账款对现金流入来说是有利因素,此外提前还款部分用以循环购买资产,不构成压力条件,因此未将提前还款率作为压力条件。由于本交易已成立,所以未对收益率进行加压。

联合资信通过现金流压力测试模型,测试了优先级票据的临界违约率。临界违约率表示的是在目标信用水平的压力情景下,优先级票据能承受的最高违约比率,临界违约率越高表示在保证优先级票据可兑付的情况下基础资产可承受损失的范围越大。临界违约率与目标信用水平下所需承受的违约比率(TRDR)之间的差额为保护距离,反映了基础资产抵抗超过预期可承受违约风险的能力。

现金流分析模型严格按本交易的分配顺序及触发事件的安排设定了相应的现金流支付顺序,最终获得优先级票据不同的压力测试结果。优先级票据的压力测试结果如下。

图表 16 • 24 中铁一局 ABN001 优先(科创票据)在 AAA_{sf} 信用水平下压力测试结果

主要压力情景 ⁶	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	3.40%	36.28%	-32.88%
回收率为 0.00% ⁷ , 其他为基准条件	2.89%	36.28%	-33.39%
回收率在基准水平上下浮 10%, 其他为基准条件	3.34%	36.28%	-32.95%
回收率在基准水平上下浮 20%, 其他为基准条件	3.27%	36.28%	-33.01%
违约时间分布前置 10%, 其他为基准条件	3.40%	36.28%	-32.88%
违约时间分布前置 20%, 其他为基准条件	3.61%	36.28%	-32.68%

由压力测试结果可以看出,优先级票据无法通过 AAA_{sf} 压力情景下的现金流压力测试。因此,由现金流压力测试决定的 24 中铁一局 ABN001 优先(科创票据)的信用等级无法达到 AAA_{sf}。

4 敏感性分析

本交易设置了循环购买机制。考虑到本交易的入池资产集中度与合格标准约定的限值基本一致,敏感性分析测试不对集中度进行调整,只通过降低债务人影子评级判断优先级票据的信用风险变化。敏感性分析参数表如下。

⁶ 违约时间分布前置并未对优先级票据的本息构成压力,故在综合测试情景下不再设置违约时间分布前置。

⁷ 抵押、质押等强保证措施为基础资产提供的回收率*0.7,下同。

图表 17 • 敏感性分析参数

压力条件	基准参数	敏感性参数
债务人信用水平	A^+/A_s	A^-/BBB^+_s

在此情况下，对资产池进行组合资产信用风险分析、关键债务人违约压力测试和现金流压力测试，测试结果如下。

图表 18 • 组合敏感性分析的测试结果

信用等级	目标等级违约比率 (TRDR)	目标等级损失比率 (TRLR)	关键债务人违约压力测试最低分层要求
AAA _{sf}	43.31%	39.80%	43.11%
AA ⁺ _{sf}	36.71%	34.05%	33.51%
AA _{sf}	36.05%	33.58%	33.51%
AA ⁻ _{sf}	34.85%	32.61%	33.51%
A ⁺ _{sf}	28.78%	27.00%	21.65%
A _{sf}	28.53%	26.65%	21.65%
A ⁻ _{sf}	25.50%	24.25%	21.65%
BBB ⁺ _{sf}	19.15%	18.39%	15.56%
BBB _{sf}	18.06%	17.25%	4.15%
BBB ⁻ _{sf}	17.49%	16.65%	4.15%
BB ⁺ _{sf}	14.43%	14.04%	0.00%
BB _{sf}	14.38%	13.40%	0.00%
BB ⁻ _{sf}	11.04%	11.90%	0.00%
B ⁺ _{sf}	5.03%	6.49%	0.00%
B _{sf}	1.02%	3.15%	0.00%
B ⁻ _{sf}	0.00%	2.35%	0.00%

结合分层方案，24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）获得 8.22% 的信用支持，无法满足 AAA_{sf} 级组合资产信用风险分析的最低分层支持要求（39.80%）和 AAA_{sf} 级关键债务人违约测试的最低分层支持要求（43.11%）。此外，根据以上测试结果，并结合现金流压力测试的最大压力情景，24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）在目标信用等级为 AAA_{sf} 级时保护距离均为负。

因此，由敏感性分析测试决定的 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的信用等级无法达到 AAA_{sf}。

综合组合资产信用风险分析模型测算结果、关键债务人违约压力测试结果、现金流压力测试结果和敏感性分析测试结果，24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的量化模型指示的信用等级无法达到 AAA_{sf}。

五、参与机构履职能力分析

跟踪期内，本交易涉及的各参与机构均未发生替换，履职情况稳定。

1 委托人/发起机构/资产服务机构

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为中铁一局集团有限公司（以下简称“中铁一局”），中铁一局履职情况稳定。中铁一局具体分析详见附件 1。

2 受托人与资金保管机构/保管银行

跟踪期内，本交易受托人、资金保管机构/保管银行未发生替换，履职情况稳定。

结合对本交易的参与机构履职能力分析，联合资信认为无需在 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的量化模型指示信用等级基础上做额外的定性调整。

六、外部增信

中铁一局为本交易项下 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）提供了无条件及不可撤销的差额支付承诺。跟踪期内，本交易未触发差额支付启动事件。

中铁一局由原铁道部第一工程局改制组建，于 2000 年 5 月 18 日由中国铁路工程总公司（现名为“中国铁路工程集团有限公司”，以下简称“中铁工”）和中铁一局集团职工持股会（以下简称“职工持股会”）共同出资成立。历经多次股权变更及增资，截至 2025 年 3 月底，中铁一局注册资本和实收资本均为 63.66 亿元，中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）为中铁一局唯一股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为中铁一局实际控制人。

中铁一局主营业务为基建建设、房地产开发、工程设备和零部件制造、物资贸易等，按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

截至 2024 年底，中铁一局本部设战略规划部、财务管理部、生产管理部 and 投融资管理部等职能部门；截至 2024 年底，中铁一局纳入合并范围内的一级子公司共 91 家。

截至 2024 年底，中铁一局合并资产总额 1253.71 亿元，所有者权益 185.93 亿元（含少数股东权益 19.51 亿元）；2024 年，中铁一局实现营业总收入 1055.14 亿元，利润总额 23.71 亿元。

截至 2025 年 3 月底，中铁一局合并资产总额 1338.22 亿元，所有者权益 189.93 亿元（含少数股东权益 19.74 亿元）；2025 年 1—3 月，中铁一局实现营业总收入 224.56 亿元，利润总额 4.19 亿元。

中铁一局注册地址：陕西省西安市碑林区雁塔北路 1 号；法定代表人：郝宜君。

优势

1. 业务资质齐全且等级高，行业经验丰富。截至 2024 年底，中铁一局具有铁路、公路、市政公用、建筑工程施工总承包特级资质，累计参建干、支线铁路 300 余条，铁路运营线路铺轨 5 万余公里，累计修建公路 1 万余公里。

2. 行业地位仍高，项目储备充足。2024 年，中铁一局施工收入在行业内位于前列。截至 2024 年底，中铁一局国内项目在手合同额 2368 亿元，在手项目储备充足。

3. 业务结构良好，客户信用水平较好。中铁一局业务构成中铁路、公路和非商品房类房屋建筑工程占比较高；业主单位以央企和地方政府、地方国企为主。

4. 持续获得外部支持。中铁一局股东中国中铁为特大型建筑央企，股东实力极强，中铁一局作为中国中铁下属工程局在业务资源方面具有一定优势，中铁一局在股东资金注入和税收优惠等方面持续获得外部支持。

关注

1. 跟踪期内，建筑行业景气度下行，建筑企业项目回款周期延长，中铁一局应收账款和合同资产对资金占用较大。2023 年以来，建筑行业需求有所放缓，下游业主资金偏紧。截至 2024 年底，中铁一局资产中应收账款和合同资产合计 514.82 亿元，较 2023 年底增长 80.12%，占期末流动资产的 55.91%，对中铁一局资金形成较大占用且增速很快，工程项目结算回款进度值得关注。

2. 参与 PPP 项目规模较大，项目运营及回款情况有待关注。截至 2024 年底，中铁一局参与的 PPP 项目总投资规模较大。其中部分项目进入运营期，资金平衡方式主要为政府付费，项目运营及回款情况有待关注。

联合资信经综合评估确认中铁一局主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，中铁一局的增信能力极强。

七、评级结论

综合本交易所涉及的资产池运行情况、票据兑付情况、量化模型测试以及量化模型外的调整因素，本交易项下 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的信用等级无法满足 AAA_{sf} 的要求。在此基础上，中铁一局提供的无条件不可撤销的差额支付承诺仍为 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）信用等级起到关键信用支撑作用。因此，联合资信最终确定“中铁一局集团有限公司 2024 年度第一期资产支持票据（科创票据）”项下 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的信用等级维持 AAA_{sf}，24 中铁一局 ABN001 次（科创票据）未予评级。

上述 24 中铁一局 ABN001 优先（科创票据）的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 中铁一局集团有限公司信用风险分析

一、企业基本情况

中铁一局集团有限公司（以下简称“公司”）由原铁道部第一工程局改制组建，于 2000 年 5 月 18 日由中国铁路工程总公司（现名为“中国铁路工程集团有限公司”，以下简称“中铁工”）和中铁一局集团职工持股会（以下简称“职工持股会”）共同出资成立。历经多次股权变更及增资，截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 63.66 亿元，中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）为公司唯一股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

公司主营业务为基建建设、房地产开发、工程设备和零部件制造、物资贸易等，按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

截至 2024 年底，公司本部设战略规划部、财务管理部、生产管理部和投融资管理部等职能部门；截至 2024 年底，公司纳入合并范围内的一级子公司共 91 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 1253.71 亿元，所有者权益 185.93 亿元（含少数股东权益 19.51 亿元）；2024 年，公司实现营业收入总收入 1055.14 亿元，利润总额 23.71 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1338.22 亿元，所有者权益 189.93 亿元（含少数股东权益 19.74 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入总收入 224.56 亿元，利润总额 4.19 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市碑林区雁塔北路 1 号；法定代表人：郝宜君。

二、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

三、行业及区域环境分析

2024 年，在狭义基建投资增速回落和房地产开发投资继续下降背景下，建筑行业需求增速继续放缓，新签合同继续下降，国内建筑行业景气度仍处下行阶段，头部建筑企业出海发展力度加大，国企特别是央企市占率进一步提高，民营企业继续出清。展望 2025 年，预计地产开发投资降幅会收窄，狭义基建投资增速同比或将小幅回升，预计建筑行业基本面变化不大，央企在市场份额上将进一步与地方国企和民营企业拉开差距；建筑行业在新基建和海外等领域仍有较大发展空间。完整版行业分析详见[《2025 年建筑施工行业分析》](#)。

四、跟踪期主要变化

（一）基础素质

（1）项目承揽能力

作为中国中铁全资子公司，公司业务资质齐全且等级高，行业经验丰富且地位较高，在手订单充足，股东实力雄厚且可为公司提供业务资源，公司整体竞争优势突出。

公司是隶属于中国中铁的大型国有独资企业，在规模、行业地位、施工资质和股东背景等方面具备显著竞争优势。业务资质方面，截至 2024 年底，公司具有铁路、公路、市政公用、建筑工程施工总承包特级资质，铁路铺轨架梁、桥梁、隧道、公路路面、公路路基、环保工程专业承包壹级资质等，同时还具有市政、建筑行业甲级设计资质、测绘甲级、公路路基路面养护甲级等多项资质。截至 2024 年底共获得鲁班奖 32 项、詹天佑奖 32 项，国家优质工程奖 112 项（其中金质奖 12 项）。

2024 年，公司营业总收入 1055.14 亿元，在建筑行业位居前列；同期，公司新签合同 2792.10 亿元，为上年施工收入的 2.31 倍。截至 2024 年底，公司国内在手合同 2368 亿元，项目储备充足。项目经验方面，公司累计参建干、支线铁路 300 余条，铁路运营线路铺轨 5 万余公里，累计修建公路 1 万余公里，完成房屋建筑 5600 余万平方米，参与了 45 个城市的地铁和轻轨建设，在铁路、公路、房屋和城轨建设领域均经验丰富。

另外，公司股东中国中铁是集勘察设计、施工安装、房地产开发、工业制造等于一体的多功能、特大型综合建设集团，公司作为其下属工程局在业务资源方面也具有一定优势。

图表 2 • 同行业新签合同、新签合同/上年施工收入和营业总收入指标对比情况

业务板块	新签合同（亿元）	新签合同/上年施工收入	营业总收入（亿元）
公司	2792.10	2.31	1055.14
行业 3/4 分位	176.26	1.19	144.66
行业 1/2 分位	536.88	1.88	329.00
行业 1/4 分位	1602.00	2.44	801.90

注：行业新签合同及新签合同/上年施工收入为 2023 年数据，公司新签合同及新签合同/上年施工收入为 2024 年工程建设和新兴业务板块数据，营业总收入为 2024 年数据
资料来源：联合资信根据公司提供资料和发债企业公开资料整理

（2）项目回款能力

公司业务构成中铁路、公路和非商品房类房屋建筑工程占比较高；业主单位以央企、地方政府和地方国企为主，客户信用水平较好。

从公司国内项目在手合同类型来看，公司房建、铁路和公路项目占比较高，其中公司房建项目包括各地方政府投资的公共建筑及保障房、城市更新项目、各铁路系统投资的火车站站房及公共建筑、中国中铁内部单位投资的房地产项目及企事业单位投资建设的厂房、公用建筑、产业园区等。从新签合同类型来看，近年来公司新签合同中铁路、市政和城轨类项目占比有所下降，房建和水利水电、新型能源等新领域工程项目占比有所上升，预计未来收入构成将相应有所调整。

客户方面，公司在项目承揽前对业主单位资信有严格的前期研判和审批流程。公司部分项目通过中国中铁内部单位联合承揽，从项目的最终业主单位情况来看，公司铁路项目的业主单位主要为中国国家铁路集团有限公司下属铁路局集团公司及客运专线公司，公路项目业主单位主要为省级和市级交通和高速公路公司，市政项目主要来自于各市级、县（区）级市政管理部门，轻轨及地铁项目主要来源于各市级轨道交通（地铁）集团公司，其他工程业主单位业主要以央国企和地方政府或事业单位为主，海外业主单位主要为当地政府部门、大型企业及中国驻外机构和出海企业等，整体客户信用水平较好。

图表 3 • 公司国内项目在手合同金额情况（单位：亿元）

业务分类	2022 年末		2023 年末		2024 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
铁路	667.00	25.03	759.00	27.67	576.00	24.33
公路	573.00	21.50	537.00	19.58	456.00	19.26
市政	442.00	16.58	354.00	12.91	251.00	10.60
房建	417.00	15.65	501.00	18.26	598.00	25.25

轻轨、地铁	423.00	15.87	343.00	12.50	225.00	9.50
其他基建	143.00	5.36	249.00	9.08	262.00	11.06
合计	2665.00	100.00	2743.00	100.00	2368.00	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）PPP 项目质量

公司参与 PPP 项目规模较大，但权益资本投入规模不大，进入运营期项目整体回款情况尚可，需对运营及回款情况保持关注。

PPP 项目方面，截至 2024 年底，公司参与的 PPP 项目共 57 个（公司主要 PPP 项目情况见附件），对 PPP 项目公司的注资金额为 37.6 亿元（应缴口径），回报机制主要为政府付费。公司已承接 PPP 项目全部纳入省级 PPP 项目库及列入财政预算。截至 2024 年底，公司进入运营期的 PPP 项目主要包括 15 个，项目总投资 255.16 亿元，累计获得运营回款 47.71 亿元，整体回款情况尚可。公司部分 PPP 进入运营期项目回款进度有所滞后，需对其运营及回款情况保持关注。

图表 4 • 截至 2024 年底公司进入运营期主要 PPP 项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	项目所在地	对项目公司持股比例	对项目公司出资金额	总投资	建设期	运营期	当期收入	累计回款
平潭综合实验区地下综合管廊干线工程（一期）PPP 项目	福建省福州市	20.00%	1.53	44.82	3	25	1.91	7.52
江西萍乡五陂海绵小镇一期 PPP 项目	江西省萍乡市	20.00%	0.74	18.62	2	18	-2.60	3.71
平潭综合实验区高铁中心站综合交通枢纽 PPP 项目	福建省福州市	35.00%	2.53	25.00	1.25	20	2.11	7.34
湛江乾塘至龙头（省道 S081-官溜段）道路工程及湛江市实验小学 PPP 项目	广东省湛江市	89.91%	0.95	5.27	2	10	0.01	0.65
河源市西环路旅游大道南段（迎客大道—粤赣高速城北出口）升级改造 PPP 项目	广东省河源市	80.00%	0.67	2.80	2	8	0.03	0.97
新疆哈密市伊州区西区道路工程 PPP 项目（二标段）	新疆自治区哈密市	未成立项目公司	/	6.59	1	15	/	0.84
乌兰察布（集宁）七苏木 中欧班列枢纽物流基地—利用呼铁永辉铁路设施 配套 PPP 项目	内蒙古自治区乌兰察布	75.00%	0.64	2.86	1	12	0.01	1.30
国道 321 线肇庆城市化改造二期工程 PPP 项目	广东省肇庆市	90.00%	0.90	27.24	2	18	0.18	15.88
肇庆东站站前综合体及站前大道建设工程 PPP 项目	广东省肇庆市	29.97%	1.02	17.04	2	18	1.35	3.30
327 国道韩城龙门至象山公路改造工程 PPP 项目	陕西省韩城市	4.90%	0.01	10.09	2	8	1.37	4.46
梧州市苍海新区地下综合管廊及部分道路建设工程 PPP 项目	广西自治区梧州市	19.00%	0.77	20.13	3	15	0.00	0.23
梧州市城区社会停车场及配套综合提升 PPP 项目	广西自治区梧州市	10.00%	0.35	17.32	3	15	0.00	0.46
平潭海洋科技文化中心 PPP 项目	福建省福州市	40.00%	0.39	9.50	3	12	0.51	0.53
长春市经济技术开发区南区市政道路及基础设施 PPP 项目	吉林省长春市	5.00%	0.10	4.84	1	14	1.09	0.22
广西河池高铁客运交通枢纽及金宜一级路改建工程 PPP 项目	广西自治区河池市	10.00%	0.20	43.02	3	17	0.00	0.00
合计			10.81	255.16	--	--	5.94	47.71

注：上表中累计回款包括运营收入和政府可行性补贴；江西萍乡五陂海绵小镇一期 PPP 项目机制调整，将无形资产核算模式转为金融资产核算模式，当期项目公司收入为负
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）信用记录

公司本部过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：6101010000272393），截至 2025 年 4 月 29 日，公司本部已结清和未结清贷款中无不良和关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

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，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事长、董事、监事及高管人员有所变动，在治理结构和管理制度等方面无重大变化。

2024 年 6 月 28 日，公司发布了《中铁一局集团有限公司关于董事长及总经理发生变动的公告》，根据中国中铁任免通知文件《关于郗宜君职务任免的通知》（中铁股份任免〔2024〕168 号），郗宜君不再担任中铁一局集团有限公司总经理职务，任公司董事长，为法定代表人。根据中国中铁任免通知文件《关于张林任职的通知》（中铁股份任免〔2024〕169 号），张林任董事，为总经理人选。2024 年 6 月，唐忠由于退休辞任公司监事、监事会主席；2024 年 7 月，公司原总会计师杨育林辞任，李献林被聘任为公司新任总会计师；2024 年 10 月，岳永科由于职位变更原因辞任公司监事，徐延峰被聘任为公司监事；2024 年 12 月，刘为帛任公司董事、党委副书记、工会主席。除此之外，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化。

（三）经营方面

1 经营概况

受铁路、公路和市政等传统基建项目投资放缓影响，2024 年以来公司营业总收入有所下降。

2022—2024 年，公司营业总收入和主营业务收入均波动增长；其中基础设施建设收入来自铁路、公路和市政工程等业务，是公司收入的最主要来源，占主营业务收入的比重均超过 95.00%。2024 年，受铁路、公路和市政等传统基建项目投资放缓影响，公司基础设施建设板块营业收入同比下降 17.36%。毛利率方面，2022—2024 年，公司综合毛利率波动上升，主要系 2024 年铁路、公路和轻轨地铁板块毛利率有所上升所致。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 224.56 亿元，同比下降 6.89%；同期，公司综合毛利率 5.04%，较 2024 年同期下降 1.42 个百分点。

图表 5 • 2022—2024 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
基建建设	917.20	95.73	6.78	1206.37	96.34	5.86	996.99	95.59	7.14
—铁路	176.07	18.38	1.78	280.46	22.40	2.65	202.91	19.45	4.21
—公路	192.49	20.09	6.26	244.99	19.57	4.87	195.24	18.72	7.69
—市政	181.64	18.96	10.43	226.73	18.11	10.32	192.37	18.44	10.20
—房建	168.01	17.54	5.14	206.68	16.51	6.47	186.62	17.89	6.08
—轻轨、地铁	178.57	18.64	9.87	208.48	16.65	5.77	170.20	16.32	8.13
—其他基建	20.43	2.13	9.02	39.03	3.12	6.41	49.65	4.76	5.78
勘察、设计及咨询服	0.64	0.07	39.87	0.93	0.07	13.27	0.74	0.07	9.23
PPP（含 BOT）运营	0.23	0.02	2.68	0.31	0.02	-1.7	0.30	0.03	-22.34
工程设备和零部件制	4.94	0.52	7.98	2.23	0.18	18.63	0.35	0.03	32.15
房地产开发	/	/	/	/	/	/	1.58	0.15	7.29
物资贸易	14.28	1.49	3.98	11.47	0.92	5.52	11.55	1.11	4.82
其他	20.85	2.17	-0.01	30.84	2.46	10.05	31.48	3.02	12.46
合计	958.14	100.00	6.62	1252.15	100.00	5.98	1042.98	100.00	7.28

注：2022—2023 年公司房地产开发收入规模较小，列入“其他”板块
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

(1) 基础设施建设业务

2024 年，公司新签合同受房建、新领域和海外新签合同增长影响保持增长，部分新签合同转化时间较长，在手合同下降，但在手项目储备仍充足，为公司业务持续发展提供了保障。

业务模式方面，公司基建建设业务的业务模式主要为施工总承包及设计-采购-施工（EPC）总承包模式。项目获取方面，公司基建建设业务项目的获取方式主要为公开招标。

新签合同方面，2024 年，公司新签合同额同比增长 4.01%，其中房建领域新签合同增长较快，2024 年占比上升至 44.33%；2024 年，公司在水利水电、新能源、新基建和乡村振兴等新领域新签合同数量 260 个，合同总额 546.40 亿元，占国内新签合同 21.39%。部分房建和新领域新签合同转化时间较长，致使公司新签合同构成与收入构成存在一定差异。2024 年，公司新签海外项目合同金额 237.95 亿元，新中标海外项目主要位于香港、塞拉利昂、马来西亚和斐济等国家或地区，目前海外项目所在国家或地区政治环境基本稳定。业主单位与公司结算和支付以所在国货币和美元两种支付币种为主，公司海外项目的当地采购以所在国货币支付为主，存在一定汇率风险。在手合同方面，截至 2024 年底，公司国内项目在手合同下降至 2368 亿元，为上年施工收入的 2.38 倍，项目储备仍充足。

图表 6 • 公司新签合同情况（单位：亿元）

业务分类	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
铁路	478.49	20.30	136.33	5.64	189.31	7.41
公路	300.09	12.73	313.91	12.98	294.22	11.52
市政	400.03	16.97	307.70	12.72	201.59	7.89
房建	792.19	33.60	1061.33	43.88	1132.14	44.33
轻轨、地铁	185.54	7.87	157.20	6.50	111.86	4.38
其他基建	201.23	8.53	442.40	18.29	625.03	24.47
国内合计	2357.57	100.00	2418.87	100.00	2554.15	100.00
海外	208.42	--	265.50	--	237.95	--
合计	2565.99	--	2684.37	--	2792.10	--

注：1. 上表中占比为各类业务在国内新签合同中占比；2.2024 年新签合同数据含投资类项目新签合同，2022-2023 年新签合同为不含投资类项目数据
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司通常按合同约定的项目建设进度确认工程施工业务收入。重大项目的回款安排方面，以国内项目为例，项目建设前期业主一般会预付部分开工款及材料款，以公路和铁路项目居多，预付比例一般占过程结算额的 5.00%~10.00%左右；过程中业主方按确认工程量的 95.00%进行支付，2.00%的工程款在项目竣工验收后支付，剩余 3.00%款项会在质保期结束后收回。海外项目工程款支付流程和国内基本一致。截至 2024 年底，公司部分合同金额在 20.00 亿元以上的总承包模式项目累计确认收入 331.24 亿元，累计收到回款 324.75 亿元，回款情况较好。但 2024 年以来，由于宏观经济运行和地方政府化债压力，公司部分下游业主单位资金偏紧，部分工程项目回款进度有所滞后，2024 年收入实现质量有所下降。

图表 7 • 截至 2024 年底公司部分合同金额在 20 亿元以上项目（总承包模式）情况（单位：亿元）

项目名称	业主单位	合同金额	项目所在地	已投资成本	累计确认收入	累计收到业主支付工程款
中铁一局库格铁路 PJS 标段项目经理部	中国铁路乌鲁木齐局集团有限公司库尔勒铁路建设指挥部	32.66	巴音郭楞蒙古自治州	29.72	29.72	32.64
中铁一局集团新运工程有限公司蒙华铁路项目部	浩吉铁路股份有限公司	23.20	陕西省榆林市	20.80	21.14	23.19
中铁一局拉林铁路工程指挥部	西藏铁路建设有限公司	21.71	西藏林芝市	22.23	21.19	21.69
中铁一局长春市宽城区兰家城镇化项目部	长春兰家铁成建设投资有限公司	21.97	吉林省长春市	3.73	4.78	6.08
中铁一局集团厦门建设工程有限公司平潭综合管廊工程指挥部	平潭综合实验区交通与建设局	47.70	福建省福州市	30.90	40.33	39.38

中铁一局集团兰新铁路甘青段指挥部	兰新铁路甘青有限公司	23.55	青海省西宁市	25.37	23.52	23.54
中铁一局集团青荣城际铁路指挥部	青荣城际铁路有限责任公司	35.09	山东省莱西市	31.20	35.07	35.08
中铁一局佛山市城市轨道交通三号线工程 3203 标指挥部	佛山市城市轨道交通三号线发展有限公司	27.78	广东省佛山市	25.77	25.42	25.45
中铁一局集团有限公司郑阜铁路河南段项目部	郑万铁路客运专线河南有限责任公司	31.13	河南省周口市	31.82	31.92	31.91
中铁一局集团有限公司兰渝铁路 LYS-13 标段项目经理部	兰渝铁路有限责任公司	38.92	四川省南充市	45.84	38.78	38.81
中铁一局康渝铁路康渝段指挥部	京昆高速铁路西昆有限公司	47.55	重庆市城口县	17.16	18.47	14.13
中铁一局川藏铁路指挥部	川藏铁路四川有限公司	100.57	四川省甘孜州	43.89	40.89	32.84
合计		451.48	--	328.44	331.24	324.75

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

PPP 项目方面，截至 2024 年底，公司参与的 PPP 项目共 57 个（公司主要 PPP 项目情况见附件），项目投资总额 948.76 亿元，PPP 项目已投资 676.53 亿元（处于施工和完工的合计），处于施工阶段的 PPP 项目 31 个，待投资规模较大。账务处理上，对于符合条件的 PPP 项目纳入合并范围；对于表外 PPP 项目，公司对 PPP 项目的股权投资计入“长期股权投资”或“其他权益工具投资”。

（2）物资贸易业务

2024 年，公司物资贸易业务收入保持稳定，对公司收入形成一定补充。

公司物资贸易业务系根据中国中铁物资设备采购管理制度要求，通过中国中铁开发建立的鲁班电子商务采购平台实施招标采购，采用按月对账结算模式，付款以电汇、承兑为主，账期在 1~6 个月不等，结算方式一般为先货后款方式。贸易品类以钢材、水泥、钢绞线等为主，砂石料、粉煤灰、矿粉为辅。公司物资贸易采购的客户主要为上市公司、材料经销商等。2024 年，公司物资贸易业务收入和毛利率同比变化不大。

3 经营效率

公司经营效率指标均表现较好。

2024 年，公司经营效率指标整体有所下降，但仍处于较好水平。

图表 8 • 公司经营效率指标情况

对比指标	2022 年	2023 年	2024 年
存货周转次数（次）	7.82	7.29	3.47
应收账款周转次数（次）	8.60	10.18	5.65
总资产周转次数（次）	1.53	1.75	1.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 9 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
公司	5.65	3.47	1.04
行业 3/4 分位	2.38	1.22	0.35
行业 1/2 分位	4.01	1.97	0.52
行业 1/4 分位	5.93	3.12	0.72

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告和发债企业公开资料整理

4 未来发展

公司未来发展规划较为可行。

未来，公司将持续做优铁路、公路、城轨、市政、房建等传统基建业务，加大城市运营、轨道运维、生态资源运营和海外业务等“第二曲线”业务拓展，以标准化、数字化、智能化转型为驱动，发展战略性新兴产业，拓展投资、设计、工程咨询、试验检测等上下游业务，加快市场布局，优化专业领域，努力打造集投、建、营于一体的绿色建筑集团企业。

资料来源：联合资信根据公司情况及假设前提预测

（四）财务方面

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2024 年财务报告进行审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务数据未经审计。2024 年，公司合并范围新纳入部分 PPP 项目公司，合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

1 资产质量

跟踪期内，公司资产总额大幅增长，受行业经营特点影响，流动资产占比较高，2024 年末应收账款和合同资产占流动资产 55.91%，对公司资金形成较大占用；公司货币资金较为充裕，且资产中较大规模的基础设施项目投入后续将有对应的收益来源，整体资产质量较高。但需关注 2024 年以来公司部分项目结算回款有所滞后，应收类款项和合同资产增幅较大。

截至 2024 年底，公司资产规模较 2023 年底增长 60.08%，主要系应收账款、合同资产和其他非流动资产增长所致。公司流动资产占比较高，符合建筑施工行业特点。

图表 10 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	499.56	75.08	601.69	76.82	920.74	73.44	976.48	72.97
货币资金	178.89	26.89	164.13	20.96	208.93	16.67	123.42	9.22
应收账款	115.31	17.33	133.94	17.10	239.50	19.10	298.22	22.28
存货	26.80	4.03	50.77	6.48	84.11	6.71	95.01	7.10
合同资产	97.10	14.59	151.89	19.39	275.32	21.96	334.06	24.96
其他流动资产	35.44	5.33	40.81	5.21	34.44	2.75	44.03	3.29
非流动资产	165.82	24.92	181.51	23.18	332.97	26.56	361.74	27.03
长期应收款	5.97	0.90	4.30	0.55	63.77	5.09	96.83	7.24
其他非流动金融资产	27.52	4.14	39.79	5.08	27.08	2.16	25.56	1.91
固定资产	44.72	6.72	45.39	5.80	43.36	3.46	42.95	3.21
其他非流动资产	32.32	4.86	36.49	4.66	142.68	11.38	135.54	10.13
资产总额	665.38	100.00	783.20	100.00	1253.71	100.00	1338.22	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

截至 2024 年底，公司货币资金由银行存款 197.13 亿元（含财务公司存款 58.99 亿元）、其他货币资金 11.79 亿元和少量库存现金构成；货币资金中存在 11.80 亿元受限资金，主要为保证金和冻结资金。公司应收账款较上年底增长 78.82%，主要系部分项目受市场环境影响回款周期拉长所致；公司应收账款中 1 年以内、1~2 年的账面余额占比分别为 94.33%和 2.56%，账龄较短；应收账款累计计提坏账准备 5.76 亿元；应收账款前五大欠款方合计占比 10.81%，集中度较低。从应收账款对象来看，公司应收客户主要为中国中铁内部单位以及地方政府、地方国有企业，坏账风险较小，但需关注回款周期变长风险。截至 2024 年底，公司存货较 2023 年底增长 65.67%，主要系地产开发投入增加所致；其中，房地产开发成本 46.52 亿元，周转材料 18.00 亿元，原材料 11.74 亿元，未计提存货跌价准备。

图表 11 • 截至 2024 年底公司应收账款情况

类别	账面余额（亿元）	占比	信用损失准备（亿元）	计提比例
单项计提信用损失准备	13.12	5.35%	4.55	34.68%
按信用风险特征组合计提信用损失准备	232.14	94.65%	1.21	0.52%
其中：应收中铁内部单位	82.92	33.81%	0.30	0.36%

应收中央企业客户	7.06	2.88%	0.03	0.36%
应收地方政府/地方国有企业客户	112.51	45.87%	0.62	0.55%
应收国家铁路集团	6.53	2.66%	0.05	0.72%
合计	245.26	100.00%	5.76	2.35%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司将基础设施建设项目、处于建设期且采用金融资产模式的 PPP 项目和未到期的质保金列示于“合同资产”和“其他非流动资产”；截至 2024 年底合同资产科目账面价值合计 275.32 亿元（已计提减值准备 3.24 亿元），较上年底增长 81.26%，主要系年末未完成工程量较大但结算较为滞后导致已完工未结算增加以及施工规模扩大质保金累积所致。公司其他非流动资产较上年底增长 291.00%，主要为上述列示于“其他非流动资产”的合同资产 140.61 亿元。

截至 2024 年，公司长期应收款较 2023 年底大幅增加 59.47 亿元，主要系公司按照新的列报要求，将合同约定需在竣工验收后方可收取且预计期限在一年以上的工程款款项重分类至该科目所致。2022—2024 年末，公司其他非流动金融资产波动下降，主要为公司认购的各类信托产品及投资于基础设施相关的有限寿命合伙企业的份额。

截至 2025 年 3 月底，公司资产较 2024 年底增长 6.74%，公司应收账款、合同资产和长期应收款较 2024 年底分别增长 24.52%、21.34%和 51.85%，主要系一季度回款结算受春节假期等因素影响滞后所致。

资产受限方面，截至 2024 年底，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例很低。

图表 12• 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产科目	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	11.80	0.94%	保证金和被冻结的存款等
合同资产	35.42	2.83%	借款抵质押
无形资产	1.25	0.10%	借款抵质押
合计	48.47	3.87%	--

资料来源：联合资信根据公司 2024 年审计报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，2024 年末其他权益工具、未分配利润和少数股东权益合计占所有者权益的 48.11%，所有者权益稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益较 2023 年底增长 10.94%，其他权益工具、未分配利润和少数股东权益合计占比 48.11%，占比较高，所有者权益稳定性一般。截至 2024 年底，公司未分配利润较上年底增长 21.40%，系经营利润累积所致；公司少数股东权益较上年底增长 60.10%，主要系少数股东投资等原因所致。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益较 2024 年底增长 2.15%，构成较 2024 年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债随项目投资和流动性资金需求增加保持增长，经营性负债增长涨幅较大导致资产负债率有所上升，2024 年底资产负债率和全部债务资本化比率分别为 85.17%和 42.63%，有息债务负担相对较轻，债券融资占比较低，债务期限结构分散。

截至 2024 年底，公司负债规模较 2023 年底增长 73.46%，经营性负债和有息债务均有所增加。

图表 13 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	480.52	91.64	580.27	94.26	834.17	78.12	949.53	83.01
应付票据	50.21	9.58	30.96	5.03	37.52	3.51	37.23	3.26
应付账款	217.33	41.45	325.19	52.83	553.87	51.87	656.34	57.38
其他应付款	55.38	10.56	64.42	10.46	55.13	5.16	67.55	5.91

合同负债	95.66	18.24	69.55	11.30	109.03	10.21	100.39	8.78
其他流动负债	37.29	7.11	59.90	9.73	42.97	4.02	45.77	4.00
非流动负债	43.86	8.36	35.33	5.74	233.62	21.88	194.35	16.99
长期借款	25.70	4.90	22.12	3.59	78.20	7.32	78.68	6.88
长期应付款	13.68	2.61	8.27	1.34	148.14	13.87	107.96	9.44
负债总额	524.38	100.00	615.60	100.00	1067.79	100.00	1143.88	100.00

注：其他应付款中包含应付利息和应付股利

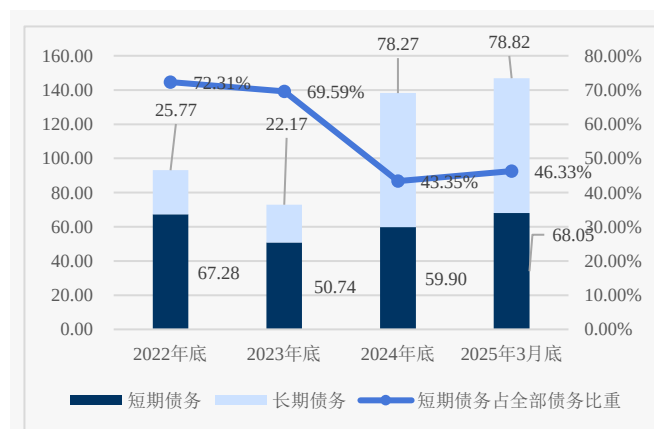
资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

公司经营性负债主要体现在应付账款（主要为应付材料采购款和工程分包款）、其他应付款（主要为公司适度采用供应链金融模式支付下游供应商款项以及各类保证金等）、合同负债（主要为公司预收售楼款和工程款）和长期应付款（主要为一年以上应付工程款和应付质保金）。截至 2024 年底，受行业支付和结算节奏放缓影响，公司应付账款和合同负债分别增长 70.32%和 56.76%，公司长期应付款较上年底大幅增加，主要系公司将超过一年才予以支付的应付款项及扣留的质保金重分类至长期应付款所致。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较 2024 年底增长 7.13%，构成较 2024 年底变化不大。

有息债务方面，受投资规模带动和流动资金需求增加以及合并范围变化影响，2024 年底公司全部债务较上年底增长 89.51%。债务期限结构方面，公司短期债务占比波动下降，以长期债务为主。债务指标方面，截至 2024 年底，公司资产负债率 85.17%较 2023 年底上升 6.57 个百分点，全部债务资本化比率 42.63%在行业前 1/4 分位水平，资产负债率偏高但有息债务负担相对较轻。截至 2024 年底，公司存续信用债为永续债券“22 铁一 Y1”本金余额合计 20 亿元，在计入永续债务后有息债务中占 12.64%。从债务期限结构来看，公司长短期借款到期时间较为分散，集中兑付压力不大。

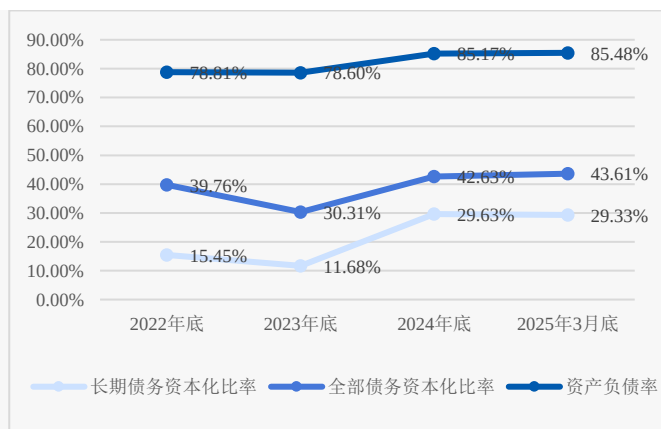
截至 2025 年 3 月底，公司全部债务较 2024 年底增长 6.30%，短期债务占比上升至 46.33%，资产负债率和全部债务资本化比率较 2024 年底变化不大。

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

图表 15 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

图表 16 •截至 2024 年底公司长短期借款到期时间情况（单位：亿元）

到期时间	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后	合计
金额	16.92	20.93	28.77	29.09	95.71

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 17 •2024 年底样本企业债务负担指标分布情况

业务板块	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)
公司	85.17	42.63
1/4 分位	74.97	44.10
1/2 分位	78.74	55.92
3/4 分位	83.03	65.17

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

3 盈利能力

跟踪期内，公司利润总额规模随营业总收入下降，2024 年信用减值损失和资产减值损失对公司利润侵蚀有所增加，但非经常性损益对公司利润影响较小，公司盈利能力较强。在行业需求增速放缓的背景下，考虑公司竞争优势和项目储备，未来收入降幅有限。

2024 年，公司营业总收入和营业成本同比分别下降 16.86%和 18.01%。2024 年，公司期间费用保持稳定，期间费用率为 4.29%，期间费用构成以管理费用和研发费用为主。非经营性损益方面，2024 年，公司投资收益仍为负，主要系以摊余成本计量的金融资产终止确认损失所致；资产减值损失和信用减值损失对公司利润侵蚀增加，主要系应收账款、合同资产等增长导致减值计提增加所致。2024 年，公司利润总额同比下降 16.15%，利润总额对非经常性损益依赖程度较小。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 6.89%，利润总额同比下降 23.55%。在行业景气度整体处于下行阶段，公司未来收入和利润仍将承压，但公司的竞争优势有望保持且项目储备充足，预计未来降幅有限。

从盈利指标看，2024 年，公司营业利润率/营业总收入整体稳定，净资产收益率小幅下降。与同行业相比，公司盈利水平较高，盈利指标表现处于中位水平，整体盈利能力较强。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	967.88	1269.11	1055.14	224.56
营业成本	901.29	1190.55	976.18	213.25
期间费用	42.81	45.96	45.26	6.73
资产减值损失	0.66	-0.48	-2.93	-0.01
信用减值损失	0.77	-0.86	-3.24	-0.35
投资收益	-1.80	-2.07	-2.55	0.02
利润总额	22.00	28.28	23.71	4.19
营业利润/营业总收入（%）	2.27	2.23	2.22	1.65
净资产收益率（%）	13.39	14.35	10.92	--

图表 19 • 2024 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

对比指标	营业总收入	利润总额	营业利润/营业总收入	总资产报酬率
公司	1055.14	23.71	2.22%	1.63%
行业 3/4 分位	144.66	3.38	1.23%	1.27%
行业 1/2 分位	329.00	8.31	2.59%	1.98%
行业 1/4 分位	801.90	26.55	3.74%	2.53%

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

4 现金流

2024 年，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量有所弱化；投资活动现金净流出但规模不大；外部融资力度整体加强。在下游业主资金偏紧背景下，未来公司的流动资金需求仍将保持一定规模叠加投资类项目持续投入，公司仍存在一定的对外融资需求。

公司经营活动产生的现金流规模大，主要为经营业务收支。2024 年，公司经营活动现金流入量同比下降 30.42%，主要系 2024 年营业总收入下降且部分项目回款滞后所致。2024 年，公司现金收入比为 89.31%，公司经营活动现金持续净流入，但同比下降 16.68%。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入	1058.48	1358.82	945.44	225.70
经营活动现金流出	1028.92	1327.76	919.56	312.05

经营活动产生的现金流量净额	29.56	31.06	25.88	-86.34
投资活动现金流入	25.30	5.22	15.16	3.42
投资活动现金流出	35.78	17.22	24.42	3.33
投资活动产生的现金流量净额	-10.48	-12.00	-9.25	0.08
筹资活动前现金流量净额	19.07	19.06	16.63	-86.26
筹资活动现金流入	74.51	33.83	75.93	14.21
筹资活动现金流出	78.00	29.85	52.30	6.43
筹资活动产生的现金流量净额	-3.49	3.98	23.63	7.78
现金收入比（%）	107.75	102.94	89.31	97.22

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入主要为理财产品的收回、投资收益等收到的现金。公司投资活动现金流出主要是固定资产购建、PPP 项目、理财产品购买等投资支出。2024 年，公司投资活动现金继续净流出，净流出规模整体稳定。

2024 年，公司筹资活动前现金流量净额继续为正。公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，另外还包括发行永续债、吸收少数股东投资收到的现金等。2024 年，公司筹资活动现金流入量和公司筹资活动现金流量净额同比大幅增长，外部融资力度整体加强。预计在下游业主资金相对紧张情况下，公司仍将保持较大流动资金需求，叠加投资类项目资金投入仍将保持一定规模，仍需依赖外部融资。公司融资成本较低且融资环境稳定，预计再融资压力不大。

2025 年 1—3 月，公司的经营活动净流出规模较大主要系一季度支付力度较大且回款较为滞后所致，投资活动现金流量规模较小，筹资活动继续净流入但净流入同比有所下降。

5 偿债指标变化

公司或有负债风险相对可控，间接融资渠道畅通，长短期偿债能力均很强。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	103.96%	103.69%	110.38%	102.84%
	销售商品提供劳务收到现金/流动负债（倍）	2.17	2.25	1.13	--
	现金短期债务比（倍）	2.69	3.28	3.50	1.82
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	29.88	36.10	33.46	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.11	2.02	4.13	--
	EBITDA/利息支出（倍）	24.29	32.49	13.54	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率小幅上升，销售商品提供劳务收到现金/流动负债有所下降，销售现金对流动负债的保障程度有所减弱。截至 2024 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度很高。截至 2025 年 3 月底，公司及下属子公司共获得银行综合授信额度总额为 1155.14 亿元，其中已使用的银行授信额度为 587.53 亿元，公司间接融资渠道通畅。综合考虑偿债指标和融资渠道情况，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 小幅下降；同期，公司 EBITDA 对利息支出需求覆盖程度很高，全部债务/EBITDA 指标表现很强。公司具备成熟的项目风险管理体制且资本实力雄厚，净资产能够较好覆盖资产减值。整体看，公司长期偿债能力很强。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司作为被诉方的重大诉讼案件（标的额 5000 万元以上）共 4 件，合计标的额 2.91 亿元，主要为工程合同或买卖合同纠纷。

6 公司本部财务分析

截至 2024 年底，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 81.71%、83.06%和 73.96%；2024 年，公司本部营业总收入和利润总额分别占合并口径的 79.10%和 84.26%。公司业务主要由公司本部承担，资产、负债和所有者权益主要来自公司本部，公司本部债务结构和债务负担与合并口径差异不大。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，能够履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为建筑施工类企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司制定并落实多项环保制度，公司对在建工程项目、作业场所进行环境因素识别和评估，建立生态环保监控监测体系，加强生产过程中生态环境污染风险源及污染物排放控制，并加强对项目部生态环保工作的过程管控，规避环境风险。

社会责任方面，公司结合企业自身发展战略，持续加强推动高校毕业生人才引进工作，重视高技能人才的培养。公司按照现代企业制度要求，健全市场化薪酬分配机制，保障职工工资支付，建立长效机制，健全和谐劳动关系。公司设有安全质量环保部（稽查大队），统筹负责公司安全生产各项工作。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控力度很强，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

五、外部支持

公司唯一股东及实际控制人均具有非常强的综合实力，作为中国中铁下属独资企业，公司在税收优惠、资金注入和政府补助等方面持续获得外部支持。

公司唯一股东为中国中铁，实际控制人为国务院国资委。中国中铁是集勘察设计、施工安装、房地产开发、工业制造等于一体的多功能、特大型央企集团，在资产规模、行业地位、专业技术水平、资质等方面具备显著竞争优势。截至 2024 年底，中国中铁合并资产总额 22564.14 亿元，所有者权益 5101.40 亿元；2024 年，中国中铁实现营业总收入 11603.11 亿元，利润总额 388.71 亿元。整体看，公司唯一股东及实际控制人均具有非常强的综合实力，能为公司发展提供有力的保障。

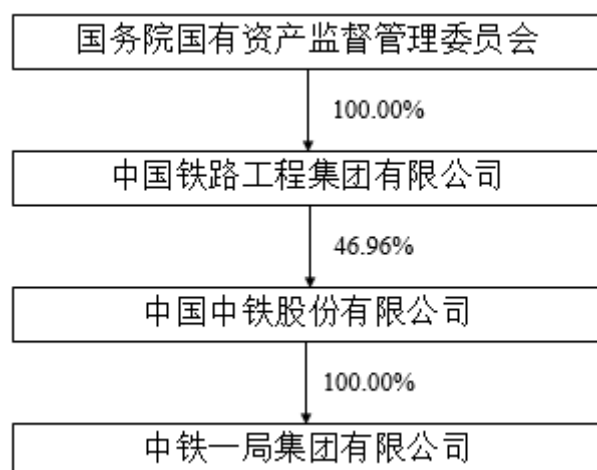
得益于公司积极参与西部大开发等项目，政府在税收优惠等方面给予公司有力支持。根据《财政部税务总局国家发展改革委关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财政部公告 2020 年第 23 号）规定，公司及下属一级子公司中铁一局集团桥梁工程有限公司、中铁一局集团市政环保工程有限公司、中铁一局集团第三工程有限公司、中铁一局集团第四工程有限公司、中铁一局集团第五工程有限公司、中铁一局集团新运工程有限公司、中铁一局集团铁路建设有限公司、中铁一局集团电务工程有限公司、中铁一局集团（西安）有限公司和中铁一局西藏工程有限公司被认定为符合条件的西部地区的鼓励类产业企业，企业所得税减按 15.00% 优惠税率征收。公司多家子公司被认定为国家需要重点扶持的高新技术企业，并享受 15.00% 的所得税优惠税率。

2022—2024 年，公司分别收到股东中国中铁资金注入 7.13 亿元、7.95 亿元和 0.12 亿元，计入“实收资本”或“资本公积”；中国中铁为公司发行的“22 铁一 Y1”提供担保。2022—2024 年和 2025 年 1—3 月，公司累计收到企业扶持补助、科研补贴、岗位补贴等政府补助 1.10 亿元，计入“其他收益”。

六、跟踪评级结论

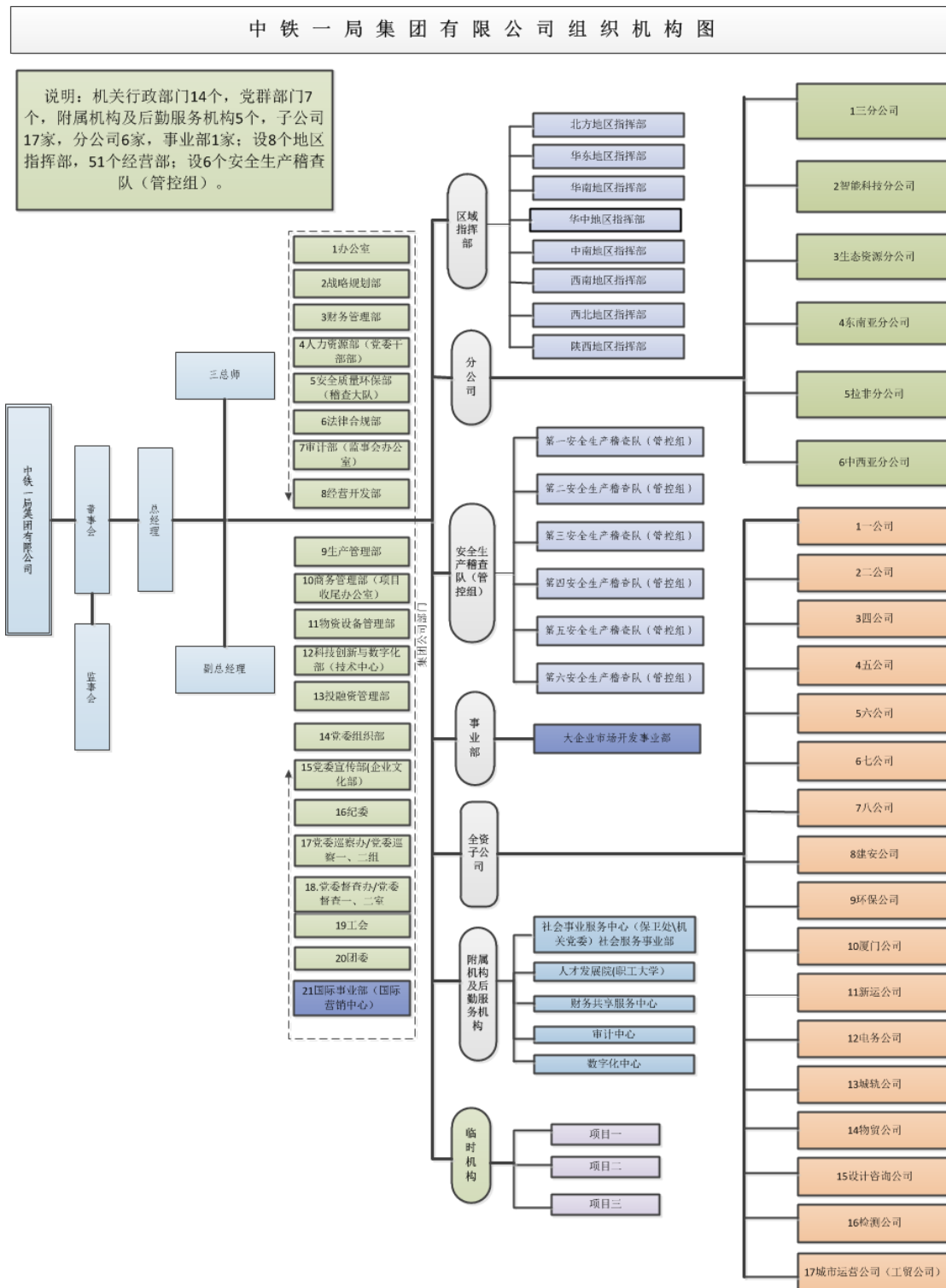
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，公司个体信用等级为 **aaa**，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附件 1-2 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-4 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册地	经营地	主营业务	持股比例（%）
中铁一局集团第二工程有限公司	河北唐山	河北唐山	工程施工	100.00
中铁一局集团第四工程有限公司	陕西咸阳	陕西咸阳	工程施工	100.00
中铁一局集团第五工程有限公司	陕西宝鸡	陕西宝鸡	工程施工	100.00
中铁一局集团建筑安装工程有限公司	陕西西安	陕西西安	工程施工	59.71
中铁一局集团桥梁工程有限公司	陕西渭南	陕西渭南	工程施工	100.00
中铁一局集团电务工程有限公司	陕西西安	陕西西安	工程施工	100.00
中铁一局集团新运工程有限公司	陕西咸阳	陕西咸阳	工程施工	100.00
中铁一局集团市政环保工程有限公司	甘肃兰州	甘肃兰州	工程施工	100.00
中铁一局集团物资工贸有限公司	陕西西安	陕西西安	贸易	100.00
中铁一局集团城市轨道交通工程有限公司	江苏无锡	江苏无锡	工程施工	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 1-5 截至 2024 年底公司部分主要 PPP 项目情况（单位：万元）

项目名称	项目所在地	公司持股比例	对项目公司注册资金额	总投资	已投资	建设期（年）	运营期（年）
平潭综合实验区地下综合管廊干线工程（一期）PPP 项目	福建省福州市	20.00%	15271.00	448202.00	448202.00	3	25
江西萍乡五陂海绵小镇一期 PPP 项目	江西省萍乡市	20.00%	7440.00	186219.00	171375.61	2	18
平潭综合实验区高铁中心站综合交通枢纽 PPP 项目	福建省福州市	35.00%	25300.00	250005.00	250005.00	1.25	20
湛江乾塘至龙头（省道 S08 1-官滘段）道路工程及湛江市实验小学 PPP 项目	广东省湛江市	89.91%	9485.00	52745.00	40192.55	2	10
河源市西环路旅游大道南段（迎客大道—粤赣高速城北出口）升级改造 PPP 项目	广东省河源市	80.00%	6720.00	29018.00	29018.00	2	8
肇庆市四会南江工业园至肇庆新区一级公路新建工程 PPP 项目	广东省肇庆市	4.99%	4753.70	530600.00	477301.25	2.5	17.5
新疆哈密市伊州区西区道路工程 PPP 项目（二标段）	新疆自治区哈密市	未成立项目公司	0.00	27481.92	27481.92	1	15
乌兰察布（集宁）七苏木 中欧班列枢纽物流基地—利用呼铁永辉铁路设施 配套 PPP 项目	内蒙古自治区乌兰察布	75.00%	6439.00	28616.00	28616.00	1	12
长春市经济技术开发区南区市政道路及基础设施 PPP 项目	吉林省长春市	5.00%	1002.00	94976.74	91430.00	3	12
广东省清远市佛冈县城市综合公共建筑及交通基础设施 PPP 项目	广东省清远市	19.97%	6092.00	152518.00	69169.83	3	12
梧州市苍海新区地下综合管廊及部分道路建设工程 PPP 项目	广西自治区梧州市	19.00%	7651.00	201264.69	201264.69	3	15
梧州市城区社会停车场及配套综合提升 PPP 项目	广西自治区梧州市	10.00%	3521.00	173239.63	173239.63	3	15
松原市海绵城市建设（一期）PPP 项目	吉林省松原市	12.50%	10617.00	440993.37	191263.16	3	22
平潭海洋科技文化中心 PPP 项目	福建省福州市	40.00%	3907.00	48395.00	47577.70	1	14
广东省吴川市滨海新区海岸综合整治 PPP 项目	广东省吴川市	9.95%	8612.00	432768.10	80200.00	5	25
辽阳市大型人防公交枢纽（综合客运枢纽二期）工程 PPP 项目	辽宁省辽阳市	40.00%	6683.00	70638.26	66663.00	4	4
广西河池高铁客运交通枢纽及金宜一级路改建工程 PPP 项目	广西自治区河池市	10.00%	8615.00	430239.16	429338.00	3	17
梧州市城区社会停车场及配套综合提升 PPP（二期）项目	广西自治区梧州市	10.00%	2395.00	117804.92	106388.00	2	18
广东省河源市第一中学高中部工程 PPP 项目	广东省河源市	40.00%	1200.00	28923.50	28924.00	1	11

国道 321 线肇庆城市化改造二期工程 PPP 项目	广东省肇庆市	90.00%	9000.00	272447.00	272447.00	2	18
肇庆站站前综合体及站前大道建设工程 PPP 项目	广东省肇庆市	29.97%	10214.00	170403.00	170403.00	2	18
327 国道韩城龙门至象山公路改造工程 PPP 项目	陕西省韩城市	4.90%	147.00	100941.00	100941.00	2	8
广西桂林市临桂区教育基础设施建设（一期）PPP 项目	广西壮族自治区桂林市	10.00%	2499.57	127647.47	36200.00	2	16
河南省洛阳市洛龙区乡村振兴 PPP 项目	河南省洛阳市	5.00%	1661.75	165235.06	0.00	2	18
杭州至富阳城际铁路附属配套工程（富阳段）土建施工 PPP 项目	浙江省杭州市	10.00%	6335.00	163792.00	69145.00	2	20
杭州市富阳区金桥北路市政综合管廊工程 PPP 项目	浙江省杭州市	15.00%	4147.00	111526.00	51834.00	3	20
嘉峪关市“一馆两中心”PPP 项目	甘肃省嘉峪关市	34.30%	5874.00	46362.00	46362.00	2	18
贵阳市南明区人民大道一期及配套工程 PPP 项目	贵州省贵阳市	8.00%	400.00	85333.00	4750.00	2	15
远安县城乡污水治理工程 PPP 项目	湖北省宜昌市	15.00%	50.00	7530.00	7260.00	1	29
长江大保护五峰流域综合治理 PPP 项目（一期）工程	湖北省宜昌市	15.00%	3981.00	57745.75	48526.00	3	23
宝鸡市渭河大桥 PPP 项目	陕西省宝鸡市	1.01%	100.00	111131.98	111048.86	2	8
靖远县靖乐渠环境治理工程 PPP 项目	甘肃省白银市	10.00%	500.00	149349.00	131059.00	3	12
金州金牌教育园 PPP 项目	辽宁省大连市	10.00%	1575.96	65361.56	65361.56	2	23
贺州第三高级中学 PPP 项目	广西壮族自治区贺州市	10.00%	1075.00	50374.00	50273.74	2	15
山东省青岛市 G228 丹东线（嘉陵江西延线）改线工程 PPP 项目	山东省青岛市	15.48%	21168.22	112738.68	0.00	3	25
山东省聊城市莘县第三污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	山东省聊城市	1.00%	225.43	36131.03	0.00	2	28
合计		--	204657.63	5578696.81	4123261.50	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-6 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	180.69	166.22	209.44	123.58
应收账款（亿元）	115.31	133.94	239.50	298.22
其他应收款（亿元）	29.95	35.48	51.98	55.39
存货（亿元）	26.80	50.77	84.11	95.01
长期股权投资（亿元）	18.16	19.47	17.94	18.24
固定资产（亿元）	44.72	45.39	43.36	42.95
在建工程（亿元）	2.93	3.24	3.39	3.48
资产总额（亿元）	665.38	783.20	1253.71	1338.22
实收资本（亿元）	63.66	63.66	63.66	63.66
少数股东权益（亿元）	7.15	12.19	19.51	19.74
所有者权益（亿元）	141.00	167.60	185.93	189.93
短期债务（亿元）	67.28	50.74	59.90	68.05
长期债务（亿元）	25.77	22.17	78.27	78.82
全部债务（亿元）	93.05	72.91	138.17	146.87
营业总收入（亿元）	967.88	1269.11	1055.14	224.56
营业成本（亿元）	901.29	1190.55	976.18	213.25
其他收益（亿元）	0.44	0.37	0.19	0.10
利润总额（亿元）	22.00	28.28	23.71	4.19
EBITDA（亿元）	29.88	36.10	33.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1042.88	1306.44	942.32	218.30
经营活动现金流入小计（亿元）	1058.48	1358.82	945.44	225.70
经营活动现金流量净额（亿元）	29.56	31.06	25.88	-86.34
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.48	-12.00	-9.25	0.08
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.49	3.98	23.63	7.78
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.39	10.03	5.61	--
存货周转次数（次）	7.82	7.29	3.47	--
总资产周转次数（次）	1.53	1.75	1.04	--
现金收入比（%）	107.75	102.94	89.31	97.22
营业利润率（%）	6.68	6.02	7.28	4.77
总资本收益率（%）	8.59	10.46	7.03	--
净资产收益率（%）	13.39	14.35	10.92	--
长期债务资本化比率（%）	15.45	11.68	29.63	29.33
全部债务资本化比率（%）	39.76	30.31	42.63	43.61
资产负债率（%）	78.81	78.60	85.17	85.48
流动比率（%）	103.96	103.69	110.38	102.84
速动比率（%）	78.18	68.77	67.29	57.65
经营现金流动负债比（%）	6.15	5.35	3.10	--
现金短期债务比（倍）	2.69	3.28	3.50	1.82
EBITDA 利息倍数（倍）	24.29	32.49	13.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.11	2.02	4.13	--

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计；3. 公司所有者权益中永续期公司债券未计入全部债务核算；4. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年度一季度财务报表及公司提供资料整理

附件 1-7 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	112.61	98.09	137.99	75.03
应收账款（亿元）	77.88	92.97	140.40	210.56
其他应收款（亿元）	63.75	77.78	104.28	213.55
存货（亿元）	6.57	19.59	20.65	24.10
长期股权投资（亿元）	73.69	77.67	95.74	96.05
固定资产（亿元）	11.70	11.39	11.26	11.26
在建工程（亿元）	0.00	1.35	1.36	1.36
资产总额（亿元）	605.62	716.15	1024.37	1190.65
实收资本（亿元）	63.66	63.66	63.66	63.66
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	107.34	128.32	137.51	138.27
短期债务（亿元）	56.38	39.73	45.88	51.53
长期债务（亿元）	22.18	19.09	49.73	49.72
全部债务（亿元）	78.56	58.82	95.61	101.25
营业总收入（亿元）	733.82	1042.24	834.61	173.50
营业成本（亿元）	715.89	1006.71	796.59	169.05
其他收益（亿元）	0.07	0.04	0.02	0.07
利润总额（亿元）	11.50	23.28	19.98	0.91
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	796.58	913.26	728.37	143.08
经营活动现金流入小计（亿元）	800.59	954.08	772.74	144.81
经营活动现金流量净额（亿元）	5.58	37.13	29.61	-60.49
投资活动现金流量净额（亿元）	4.40	-14.80	-14.21	-2.30
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.26	0.31	20.52	7.23
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.67	12.18	7.14	--
存货周转次数（次）	8.91	8.63	4.36	--
总资产周转次数（次）	1.25	1.58	0.96	--
现金收入比（%）	108.55	87.62	87.27	82.47
营业利润率（%）	2.36	3.32	4.44	2.42
总资本收益率（%）	6.87	12.39	8.77	--
净资产收益率（%）	10.16	16.58	13.24	--
长期债务资本化比率（%）	17.12	12.95	26.56	26.45
全部债务资本化比率（%）	42.26	31.43	41.01	42.27
资产负债率（%）	82.28	82.08	86.58	88.39
流动比率（%）	93.30	94.79	101.22	96.04
速动比率（%）	74.25	69.27	71.03	66.29
经营现金流动负债比（%）	1.18	6.60	4.03	--
现金短期债务比（倍）	2.00	2.47	3.01	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计；3. 公司所有者权益中永续期公司债券未计入全部债务核算；4. “--”代表数据不适用；“/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年度一季度财务报表及公司提供资料整理

附件 1-8 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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+平均合同资产净额)
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
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%
经营现金流动负债比	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 1-9 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 1-10 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

附件2 入池资产债务人影子评级方法与主体长期信用评级方法差异说明

根据联合资信结构化产品的评级方法，在对结构化产品进行信用评级过程中，联合资信对入池资产债务人及担保方（如有）进行信用评级，该评级方法称为影子评级方法。为表示该级别与主体长期信用等级的区别，联合资信采用在主体长期信用等级符号后加下标 s 来表示影子级别。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合信信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到结构化产品评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及结构化产品评级工作实际需要，入池资产债务人及担保方（如有）影子评级过程相对于联合信信的主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池资产的信贷资料，对入池资产债务人及担保方（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、地区、规模和竞争力、经营管理风险、财务状况、历史回款记录、股东情况等，通过相关打分模型、历史数据预测以及公司信用评级委员会讨论确定债务人及担保方（如有）的影子级别。对于联合资信发布的债务人及担保方（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子级别主要用于结构化产品的评级，是衡量入池资产债务人及担保方（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池资产质量的一个参考指标，同时影子级别还是联合资信结构化产品评级模型内的一个重要输入参数。影子级别不是联合资信对债务人及担保方（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池资产债务人及担保方（如有）影子级别划分为三等九级，分别为：AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s。除 AAA_s 级、CCC_s 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。各等级含义与主体长期信用等级的含义一致，如下表所示。

信用等级	含义
AAA _s	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _s	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _s	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _s	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _s	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _s	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _s	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _s	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _s	不能偿还债务

附件 3 资产支持证券信用等级设置及含义

联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务