

信用等级公告

联合[2018] 3007 号

联合资信评估有限公司通过对中国中铁股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定中国中铁股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA，中国中铁股份有限公司 2018 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十一月十九日



中国中铁股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据发行金额：30 亿元（包括品种一、品种二）

本期中期票据期限：品种一：基础期限为 3+N 年；品种二：基础期限为 5+N 年，二个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。

偿还方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次；品种一在 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据；品种二在 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据；

募集资金用途：偿还公司及下属子公司有息债务

评级时间：2018 年 11 月 19 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	1028.33	1359.79	1581.50	1126.37
资产总额(亿元)	7136.68	7545.09	8440.84	9137.64
所有者权益(亿元)	1394.01	1491.59	1697.20	1950.80
短期债务(亿元)	999.88	1088.27	1302.06	1612.40
长期债务(亿元)	937.48	913.61	835.56	919.87
全部债务(亿元)	1937.36	2001.88	2137.62	2532.26
营业总收入(亿元)	6241.04	6433.57	6933.67	4957.68
利润总额(亿元)	163.07	176.72	195.44	174.61
EBITDA(亿元)	302.06	320.48	331.79	--
经营性净现金流(亿元)	305.58	544.95	331.74	-326.80
营业利润率(%)	7.50	7.34	8.70	9.81
净资产收益率(%)	8.45	8.52	8.37	--
资产负债率(%)	80.47	80.23	79.89	78.65
全部债务资本化比率(%)	58.16	57.30	55.74	56.49
流动比率(%)	120.19	117.43	113.47	109.39
经营现金流流动负债比(%)	6.50	10.76	5.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.81	3.51	4.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.41	6.25	6.44	--

注：1、2018 年三季报未经审计；2、公司将永续中期票据计入所有者权益中的其他权益工具。

评级观点

中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”或“公司”）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，在股东背景、资产规模、行业地位、品牌、专业技术水平、资质等方面保持显著优势。近年来，基建市场形势持续向好，公司在手订单充足，基建业务持续扩大，营业收入及利润总额稳步增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到建筑行业竞争激烈、公司债务规模处于高位对经营带来的不利影响。

中国基础设施建设仍处于增长期，公司目前项目储备较为充足，未来随着储备项目的开展，公司业务及资产规模有望进一步扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性小。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 中国建筑行业的发展得到中国政府的高度重视和国家产业政策的支持，整体发展前景良好，为公司提供了较好的外部发展环境。
2. 公司作为国资委下属企业，在资产规模、行业地位、专业技术水平、资质等方面具有显著优势。

分析师

黄静雯 姚 玥

邮箱: lianhe@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)

网址: www.lhratings.com

3. 公司在铁路等基础设施建设方面继续保持国内领先地位。近年来, 公司新签合同规模大, 项目储备充足, 为业务持续发展奠定了良好的基础。
4. 近年来, 公司经营规模和利润总额稳步增长, 整体偿债能力和抗风险能力很强。
5. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高

关注

1. 建筑施工行业竞争激烈, 建筑企业利润空间小, 易受原材料价格波动影响。
2. 建筑行业以承包方前期垫付资金为主, 工程回款及时性对公司的营运资金和现金流量影响较大。
3. 公司应收账款及存货占比较大, 资产流动性受到一定影响。
4. 近年来, 公司债务水平有所增长, 债务规模仍处于高位。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国中铁股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国中铁股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”或“公司”）是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》（国资改革[2007]1095 号文）批准，由母公司中国铁路工程总公司（以下简称“中铁工”）于 2007 年 9 月 12 日独家发起设立，总股本为 1280000.00 万股。中铁工根据《关于中国铁路工程总公司整体重组并境内外上市的批复》（国资改革[2007]477 号文）将其全部主营业务及其与主营业务相关的全部净资产（含股权）作为出资投入，因而公司集中了中铁工全部经营主业和大部分优质资产，在中国建筑行业居于主导地位，规模优势明显。2007 年，中国中铁先后于 12 月 3 日和 12 月 7 日分别在上海证券交易所以及香港联交所主板两地上市（股票代码分别为“601390.SH”和“00390.HK”）。2018 年 9 月 14 日，经国务院国资委批准，中铁工分别无偿划转给北京诚通金控投资有限公司（以下简称“诚通金控”）和国新投资有限公司（以下简称“国新投资”）其所持有的公司 A 股股份，划转股数均为 424904009 股。上述无偿划转完成后，公司总股本不变。其中：中铁工持有公司 11574976290 股股份（含 A 股 11410582290 股、H 股 164394000 股），占公司股本的 50.67%，仍为公司控股股东。国务院国有资产监督管理委员会为公司最终实际控制人。

公司经营范围包括：土木工程建筑和线路、管道、设备安装的总承包；上述项目勘测、设计、施工、建设监理、技术咨询、技术开发、技术转让、技术服务的分项承包；

土木工程专用机械设备、器材、构件、钢梁、钢结构、建筑材料的研制、生产、销售、租赁；在新建铁路线正式验收交付运营前的临时性客、货运输业务及相关服务；承包本行业的国外工程、境内外资工程；房地产开发、经营，资源开发，物贸物流；进出口业务；经营对销贸易和转口贸易；汽车销售；电子产品及通信信号设备、交电、建筑五金、水暖器材、日用百货的销售（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至 2018 年 9 月底，公司纳入合并范围子公司合计 46 家。公司内设总裁办公室、战略规划部、财务部、干部部、劳资社保部、法律合规部、审计部、经营开发部、投资发展部等 20 个职能部门（见附件 1）。

2017 年底，公司合并资产总计 8440.84 亿元，所有者权益（包括少数股东权益）1697.20 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 6933.67 亿元，利润总额 195.44 亿元。

2018 年 9 月底，公司合并资产总计 9137.64 亿元，所有者权益（包括少数股东权益）1950.80 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 4957.68 亿元，利润总额 174.61 亿元。

公司注册地址：北京市丰台区南四环西路 128 号院 1 号楼 918；法定代表人：李长进。

二、本期中期票据概况

公司拟发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），募集资金 30 亿元，全部用于偿还公司及下属子公司有息债务。

本期中期票据分为3+N年期中期票据（品种一）、5+N年期中期票据（品种二）二个品种。公司与主承销商及联席主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一个品种发行规模增加相同金额；二个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。

本期中期票据为永续中票，在公司按约定赎回之前长期存续，在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据在公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。品种一在本期中期票据的第3个及其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。品种二在本期中期票据的第5个及其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。

利率

本期中期票据品种一采用固定利率，前3个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率；前3个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差；如果公司在第3个计息年度末不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上300个基点，在第4个

计息年度至第6个计息年度内保持不变。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

本期中期票据品种二采用固定利率，前5个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前5个计息年度内保持不变。自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率。其中前5个计息年度票面利率由初始基准利率³加初始利差，如果公司在第5个计息年度末不行使赎回权，则从第6个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率⁴加上初始利差再加上300个基点，并在第6个计息年度至第10个计息年度内保持不变。此后每5年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

清偿顺序

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期

¹初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

²当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

³初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

⁴当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

票面利率累计计息。

强制付息事件是指付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红和减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可以得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

(2) 本期中期票据如不赎回，品种一从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 基点；品种二从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3) 本期中期票据在除发生普通股份分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。首先，2007 年 3 月 5 日第十届全国人民代表大会第五次会议上的《政府工作报告》提出“建立国有资本经营预算制度，规范国家与企业的分配关系，将进行国有资本经营预算编制试点”；经过三年试行，2010 年国务院常务会议研究决定，从 2011 年起将 5 个中央部门（单位）和 2 个企业集团所属共 1631 户企业纳入中央国有资本经营预算实施范围，同时适当提高中央企业国有资本收益收取比例，其中资源类中央企业国有资本收益收取比例为 15%，一般竞争类中央企业收取比例为 10%，军工科研类企业收取 5%；据国资委测算，2011 年收取的 2010 年度的中央企业资本预算总收入约为 600 亿元，同比超过 10%；从宏观政策走向分析，国家鼓励上市国有企业分红，公司未来顺应国家政策走向持续分红可能性大。其次，中国中铁自 2007 年成

立及上市以来，分别于 2014~2018 年连续五年进行分红，每 10 股派息（税前）分别为 0.66 元、0.78 元、0.86 元、0.88 元和 1.13 元，从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来持续分红可能性大。近三年公司营业收入及利润总额持续动增长，公司项目储备充足，未完成合同额逐年增长，未来公司亏损可能性小，这为其持续分红提供了业绩基础。从利息支付角度分析，公司未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性小。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务

活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年

同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增

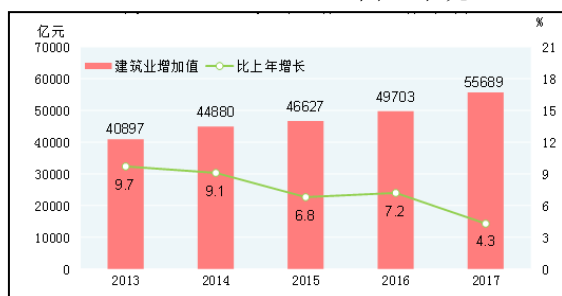
速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

四、行业分析

1. 建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设的投资支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1 2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度
(单位：亿元、%)



资料来源：国家统计局

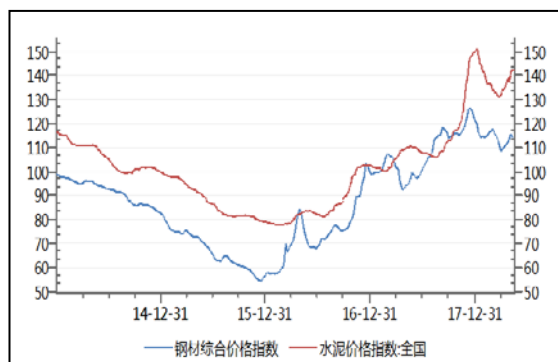
2. 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原

材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落

态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

3. 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
地方性国企	中国交通建设集团	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	浦东建设	
	上海建工	
	北京建工	
大型民营企业	其他省属建工企业	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	中天建设	
	南通二建	
	龙信建设	

外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

4. 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成

本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

5. 建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 9 月底，中铁工持有公司

11574976290 股股份（含 A 股 11410582290 股、H 股 164394000 股），占公司股本的 50.67%，仍为公司控股股东。国务院国资委为公司最终实际控制人。

2. 企业规模

公司已发展成中国乃至全球最大的多功能综合型建设集团之一；近年来，公司在中国基础设施建设行业保持领先地位，各类资质进一步完善，竞争实力进一步提升。

公司已经发展成为中国乃至全球最大的集勘察设计、施工安装、房地产开发、工业制造、科研咨询、工程监理、资本经营、金融依托、资源开发和外经外贸于一体的多功能综合型建设集团之一。

公司始终在中国基建建设行业处于领先地位。其中，在铁路基建市场的份额一直保持在 45%以上，在城市轨道交通基建市场的份额为 50%以上，在高速公路基建市场的份额为 12%左右。

公司是中国基建建设领域拥有各类资质等级最高、资质最全面的企业之一。截至 2017 年底，公司共拥有各类资质 1345 项。其中铁路工程施工总承包特级 18 项，铁路工程施工总承包一级 38 项；公路工程施工总承包特级 7 项，公路工程施工总承包一级 56 项；建筑工程施工总承包特级 15 项，建筑工程施工总承包一级 52 项；市政公用工程施工总承包特级 4 项，市政公用工程施工总承包一级 120 项，港航工程施工总承包特级资质 1 项等。

2017 年，公司承建的项目获得国家优质工程奖新增 30 项，中国建筑工程鲁班奖新增 11 项、中国土木工程詹天佑大奖新增 8 项，全国优秀工程咨询成果奖新增 10 项。另外，公司获国家科技进步奖新增 3 项。

3. 人员素质

公司主要领导素质高、领导力强，拥有较长时间的建筑行业从业经历和丰富的管理经验。公司员工中具技术职称人员占比较大，符

合公司业务板块构成特点。

截至 2017 年底，公司高层管理人员包括 1 名总裁、2 名副总裁（其中 1 名兼总工程师）、1 名财务总监、董秘兼总法律顾问 1 名。

公司董事长李长进先生，1958 年出生，教授级高级工程师。李长进先生 2002 年 7 月至 2006 年 9 月任中国铁路工程总公司副总经理，2006 年 9 月至 2007 年 9 月任中铁工董事、总经理、党委副书记，2007 年 9 月至 2010 年 6 月任中铁工董事、党委书记及公司执行董事、总裁、党委副书记，2010 年 6 月至今任中铁工董事长、总经理、党委副书记及公司董事长、执行董事、党委书记。

公司总裁张宗言先生，1963 年出生，教授级高级工程师，研究生学历。2009 年 4 月至 2013 年 3 月任中国铁建股份有限公司副总裁，2013 年 3 月至 2015 年 7 月任中国铁建股份有限公司总裁、党委副书记，同时兼任中国铁道建筑总公司董事、党委书记，2013 年 6 月至 2015 年 7 月任中国铁建股份有限公司执行董事，2015 年 7 月至 2016 年 11 月任中铁工董事、党委书记，2015 年 7 月至今任公司总裁，2016 年 1 月起任公司执行董事，2016 年 11 月至今兼任中铁工董事、总经理、党委副书记。

截至 2017 年底，公司拥有在职员工 283637 名。按员工技术职称分，高级及以上占 9.88%、中级占 20.93%、助理级占 26.03%、部员级占 5.07%、其他占 38.09%；按员工教育程度分，研究生及以上占 3.02%、本科占 39.11%、专科占 16.51%、中专及以下占 41.36%。

4. 技术水平

技术优势保证了公司更加优质、高效地完成大型复杂项目，为公司提供了有力的科技支撑。

公司是中国基建建设领域拥有各类资质等级最高、资质最全面的企业之一。截至 2017

年底，公司共拥有各类资质 1345 项，其中铁路工程施工总承包特级 18 项，铁路工程施工总承包一级 38 项；公路工程施工总承包特级 7 项，公路工程施工总承包一级 56 项；建筑工程施工总承包特级 15 项，建筑工程施工总承包一级 52 项；市政公用工程特级 4 项，市政公用工程一级 120 项。港航工程施工总承包特级资质 1 项，专业承包资质 763 项。公司在勘察设计与咨询服务领域拥有工程勘察设计资质 241 项。公司拥有强大的核心技术团队，截至 2017 年底，公司拥有中高级技术人员 8.5 万余人，其中正高工 1823 人，中国工程院院士 2 名、国家有突出贡献中青年专家 10 名、全国工程勘察设计大师 8 名、百千万人才工程国家级人选 10 人、享受国务院政府特殊津贴专家人员 274 名。

公司在基建建设领域建立了专业配套、学科齐全、技术力量雄厚的研发体系，具备领先的科研开发实力。公司是科技部、国资委和中华全国总工会授予的全国首批“创新型企業”，拥有“高速铁路建造技术国家工程实验室”、“盾构及掘进技术国家重点实验室”和“桥梁结构健康与安全国家重点实验室”三个国家实验室及 7 个博士后工作站、11 个国家认定的企业技术中心和 50 个省部认定的企业技术中心，并先后组建了桥梁、隧道、电气化、先进工程材料及检测技术、轨道、施工装备、城市轨道交通和磁悬浮交通工程等 8 个专业研发中心和 1 个 BIM 技术应用研发中心。公司在特大桥、深水桥、长大隧道、铁路电气化、桥梁钢结构、盾构及高速道岔的研发制造、试车场建设等方面，积累了丰富的经验，形成了独特的管理和技术优势。桥梁修建技术方面，有多项修建技术处于世界先进水平；隧道及城市地铁修建技术处于国内领先水平，部分技术达到世界先进水平；铁路电气化技术代表着当前中国最高水平。

截至 2017 年底，公司共获国家科技进步奖 110 项，其中特等奖 5 项，一等奖 15 项；

省部级（含国家认可的社会力量设奖）科技进步奖 2997 项；国家级工法 166 项，省部级工法 2151 项；通过省部级科技鉴定的科技成果 1125 项；拥有有效专利授权 7169 件，其中发明专利 2009 件。

公司还参与了铁路、城市轨道交通行业劳动定额、定额标准的测算、制订及修订工作，在这些标准的制定中占主导地位。

5. 外部支持

中国中铁成立后，已经集中了中铁工的经营主业和大部分核心资产，整体竞争实力和抗风险能力明显增强。

中铁工的前身是 1950 年设立的铁道部工程总局和设计总局，后变更为铁道部基本建设总局。1989 年 7 月 1 日国务院批准撤销铁道部基本建设局，组建中国铁路工程总公司。1990 年 3 月 7 日，国家工商行政管理局核准“中国铁路工程总公司”登记设立。2003 年划归国务院国资委管理。

中国中铁是根据国务院国资委于 2007 年 6 月 4 日《关于中国铁路工程总公司整体重组并境内外上市的批复》（国资改革[2007]477 号）批准，中铁工进行整体重组，以货币资金、实物资产、无形资产、下属公司的股权等出资，独家发起设立。中铁工核心业务都已注入公司。

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大力支持。

根据财政部、国家税务总局、海关总署《关于西部开发税收优惠政策问题的通知》（财税[2001]202 号）和国家税务总局《关于落实西部大开发有关税收政策具体实施意见的通知》（国税[2002]47 号）规定，经所在地税务部门批准，公司所属中铁一局集团有限公司、中铁二局集团有限公司、中铁五局（集团）有限公司、中铁七局集团有限公司、中铁八局集团有限公司、中铁电气化局集团有

限公司、中铁二院工程集团有限责任公司、中铁宝工有限责任公司等，在不同程度上享受西部大开发税收优惠政策，企业所得税减按 15% 优惠税率征收。

公司多家子公司作为高新技术企业，享有 15% 的所得税优惠税率。此外，中铁一局下属子公司从事符合条件的环境保护、节能节水项目，项目所得可以免征、减征企业所得税，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起给予“三免三减半”的优惠，公司的其他业务则按法定的税率缴纳所得税。

6. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G10110106064164706），截至 2018 年 9 月 20 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 11 月 14 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

作为在香港和大陆两地上市公司，公司按照上市地的法律、法规及规范性文件要求，进一步完善《公司章程》等相关工作制度和流程，通过股东大会、董事会以及相应的专门委员会、监事会和总裁负责的管理层协调运转，有效制衡，加之实施有效的内部控制管理体系，使公司内部管理运作进一步规范，公司管理水平不断提升。

公司于 2007 年 8 月 12 日召开了创立大会，审议通过了《中国中铁股份有限公司章程》，选举了董事会、监事会成员，形成了完善的公司治理架构，并于 2018 年 6 月 25 日召开的 2017 年年度股东大会审议通过了新的《中国中铁股份有限公司章程》修订稿。公司设立了

健全的股东大会、董事会、监事会、独立董事和董事会秘书等制度。根据公司最新章程，其中：

股东大会是公司的权力机构，根据相关法律法规和《公司章程》的规定，股东大会的主要职权包括：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表出任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会和监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；对发行公司债券作出决议；对公司聘用、解聘会计师事务所作出决议；修改本章程；审议批准第六十四条规定的担保事项；审议公司在一年内购买、出售重大资产超过公司最近一期经审计总资产 30% 的事项；审议批准变更募集资金用途事项；审议股权激励计划；审议代表公司有表决权的股份 3% 以上的股东的提案；审议根据公司股票上市地上市规则规定需由股东大会作出决议的关联交易事项；决定公司的预算外费用支出；决定公司的委托理财方案；审议法律法规或本章程规定应当由股东大会作出决议的其他事项。

公司董事会应由 7~9 名董事组成，其中至少应当包括三分之一以上的独立董事，并至少有 1 名会计专业人士。公司董事会每届任期 3 年。公司董事会目前由 9 名董事组成，其中董事 4 名，独立董事 4 名，外部董事 1 名。

公司章程规定公司监事会应由 5~7 名监事组成，监事会成员由股东代表监事和职工代表监事组成，股东代表监事由股东大会选举和罢免。监事会成员中职工代表监事的比例不低于监事会成员的三分之一，由公司职工民主选举和罢免。监事的任期每届为 3 年，任期届满连选可以连任。公司监事会目前由 5 名监事组成，其中包括 2 名股东代表监事和 3 名职工代表监事。公司实行董事会领导下的总裁负责制，总

裁由公司董事会任命，总裁对董事会负责。

2. 管理水平

公司建立了完善的法人治理结构及管控制度。董事会下设了战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、安全健康环保委员会，并发布了《中国中铁股份有限公司章程》《总裁工作规则》《独立董事制度》、《董事会秘书工作规则》《董事会战略委员会议事规则》《董事会薪酬与考核委员会议事规则》《董事会提名委员会议事规则》《董事会安全健康环保委员会议事规则》《董事会审计委员会议事规则》《监事会议事规则》《投资者关系管理制度》等相关工作规则和制度。公司制定了《中国中铁股份有限公司战略管理办法》，明确了企业战略目标、战略规划与业务计划的制定和调整程序，以及战略的实施和评价管理。

信息披露方面，为加强公司相关信息披露工作的管理，规范相关信息披露行为，确保信息披露的公平性，保护投资者的合法权益，公司制定了《中国中铁股份有限公司 A 股信息披露管理制度》《中国中铁股份有限公司债务融资工具信息披露管理制度》《中国中铁股份有限公司定期报告信息披露重大差错责任追究制度》等制度文件，规范了公司信息披露的流程和标准，进一步加强了公司信息披露质量。

重大投、融资决策管理方面，公司制定了《中国中铁股份有限公司投资管理办法》《中国中铁股份有限公司金融投资管理办法》《中国中铁股份有限公司项目投资实施状况报告管理办法》《中国中铁股份有限公司投资项目后评价管理办法》等专项制度，建立了科学、严谨的投资审批、管理制度，建立了完整的投资管理流程，严格执行投资预算编制及调整、投资决策管理、金融投资实施、投资实施监督、投资后评价、投资项目结束与处置等业务管理流程，有效降低了投资风险，确保了投资资金的安全。此外，公司还制定了《董事会授权经

理层决定部分投资事项的方案》，明确了董事会对经理层在单项股权投资、房地产投资、单项 BT 项目投资等投资事项的授权和对外投资决策和管理的程序。

公司制定了《中国中铁股份有限公司债务融资管理办法》等相关制度文件，明确融资行为的决策程序，确定资本运营部为债务融资管理的主责部门，行使制定融资管理政策、拟定融资预算方案、负责融资预算监控、开展各级企业融资业务日常审批、负责总部融资及代管资金中心各项业务等职能。公司有效规范了债务融资行为，有利于发挥融资集中管理优势，维护整体资金链条的安全稳定，保障企业生产经营发展，有效防范财务风险和降低财务费用。

工程项目管理方面，为推进标准化和精细化的项目管理，加强工程项目施工组织管理、成本管理、安全质量管理和物资、设备、资金、劳务队伍的集中管理，构建完善的项目管理体系，公司制定了《中国中铁股份有限公司工程项目施工生产管理办法》《中国中铁股份有限公司工程施工分包管理暂行办法》《中国中铁股份有限公司工程项目成本管理指导意见》、《中国中铁股份有限公司工程项目合同管理操作指引》等制度文件，规范工程项目的实施流程，强化项目管理和监督考核的力度，有利于公司及时掌握项目进展情况，有效实施过程控制。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入和毛利率稳步增长，业务以

国内基建建设为主；受益于国内基础设施建设市场繁荣发展，公司新签合同量实现较快增长，基建业务规模持续扩大。

公司的主营业务为基建建设、房地产开发、工程设备和零部件制造、勘察设计与咨询服务以及其他业务。作为中国国内大型铁路建设承包商和全球大型多功能综合型建设集团，公司在相关各建筑施工领域保持行业领先地位。

2015~2017年，公司实现主营业务收入分别为6162.17亿元、6358.08亿元和6853.52亿元，基建建设收入是公司营业收入的最主要来源，其占营业收入比重均在86%以上；公司基建建设业务的营业收入主要来自铁路、公路、市政及其他工程建设。2017年，国内基础设施建设市场仍旧保持繁荣发展态势，公司各类基建收入均有所增长，基建板块营业收入同比增长8.18%。毛利率方面，2015~2017年，公司主营业务综合毛利率有所波动，主要系收入占比高的基建建设业务毛利率波动所致，2017年整体毛利率由上年的8.59%增加至9.38%。

分地区看，2015~2017年，公司营业收入来源以中国为主，其中2017年营业收入中93.99%来自于中国地区，6.01%来自于海外地区。其中，公司在中国和海外的业务实现毛利率分别为9.84%和8.35%，保持稳定。2017年，受益于国内基础设施建设市场规模较大，公司新签合同额同比增长26.1%，达15568.6亿元，其中，公司海外业务新签合同额为904.8亿元，同比下降11.7%。截至2017年底，公司未完成合同额为25718.9亿元，同比增长26.2%。

表 2 2015~2017 年公司营业收入及毛利率情况 （单位：亿元、%）

	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1、主营业务	6162.17	99.22	10.59	6358.08	99.44	8.51	6853.52	99.33	9.22
基建建设	5350.06	86.14	8.96	5514.86	86.25	6.59	5965.81	86.47	7.23
—铁路	2187.53	35.22	5.78	2331.17	36.46	4.23	2345.57	34.00	4.42
—公路	852.67	13.73	7.44	747.01	11.68	4.52	812.56	11.78	7.09

—市政	2309.87	37.19	12.53	2436.67	38.11	9.50	2807.67	40.69	9.62
工程设备和零部件制造	130.58	2.10	130.58	123.15	1.93	22.34	136.26	1.97	21.54
勘察、设计及咨询服务	101.20	1.63	101.20	116.15	1.82	30.17	129.71	1.88	29.83
房地产开发	288.73	4.65	25.85	325.83	5.10	26.51	303.52	4.40	24.49
其他主营业务	291.60	4.69	13.09	278.09	4.35	10.13	318.23	4.61	18.28
2、其他业务	48.71	0.78	26.69	35.99	0.56	23.14	45.93	0.67	32.65
合 计	6210.88	100.00	10.72	6394.07	100.00	8.59	6899.45	100.00	9.38

资料来源：公司年报

表3 公司2015~2017年公司营业总收入分地区构成情况 （单位：亿元、%）

区域	2015年		2016年		2017年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
中国	5939.58	95.17	6157.97	95.72	6516.86	93.99
海外	301.46	4.83	275.60	4.28	416.81	6.01
合 计	6241.04	100.00	6433.57	100.00	6933.67	100.00

资料来源：公司年报

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

基建建设服务是公司最大的收入来源，其中铁路建设发展稳定，仍为公司收入和利润最主要来源；公路和市政建设业务快速发展，未来收入有望进一步增长。公司新签建设合同规模大，充足的施工项目储备为公司业务持续发展提供保证。

公司基建建设业务涉及铁路、公路、市政、房建、城市轨道交通、水利水电、港口航道、机场码头等工程领域。基本经营模式是在境内外通过市场竞争，以工程总承包、施工总承包、BOT、PPP等方式，按照合同约定完成工程项目的勘察、设计、采购、施工及运营等任务，并对承包工程的质量、安全、工期负责。

2015~2017年，公司基建建设业务营业收入分别为5350.06亿元、5514.86亿元和5965.81亿元，其中2017年同比增长8.18%；毛利率7.23%，较上年略有上升，主要原因有：一是公司加大了市场开发力度，投资项目增多，且投资带动的基建项目毛利率较高；二是高毛利率市政板块收入占比提升。

受益于国内基础设施建设市场投资加大和“一带一路”建设稳步推进，2017年公司基建建设业务新签合同额13552.8亿元，同比增长21.8%。截至2017年底，公司基建建设业务的

未完成合同额21565.4亿元，同比增长30%。

铁路建设

铁路建设方面，公司作为中国最大的铁路建设集团，持有铁路工程总承包特级资质，是中国最大铁路建设承包商，在铁路建设上居主导地位。

2015~2017年，公司铁路建设分别实现营业收入2187.53亿元、2331.17亿元和2345.57亿元，其中2017年同比增长0.62%。受铁路一级市场招标量减少的影响，2017年，公司铁路建设新签合同额2425.0亿元，同比大幅下降28.8%；国内铁路一级市场占有率为48.5%，继续保持在第一位。截至2017年底，公司铁路建设业务的未完成合同额5483.4亿元，同比下降8.80%。全年公司共完成铁路正线铺轨（新线、复线）7016公里，完成电气化铁路接触网8038公里。公司参建的蒙华铁路、（北）京张（家口）铁路、（武）汉十（堰）高铁等一批重点在建项目保持良好生产态势；参建的西（安）成（都）高铁、宝（鸡）兰（州）高铁、兰（州）渝（重庆）铁路等一批重点铁路项目建成通车，为原“八纵八横”高铁网的基本形成作出了重大贡献。参建的印尼雅万高铁、中老铁路等“一带一路”重点海外铁路项目顺利推进。

公路建设

公司是中国领先的高速公路和公路建设

集团，是中国公路建设行业的杰出企业。20世纪80年代以来，公司参与建设的公路项目累计超过120个，累计里程超过16,500公里，其中包括超过10,000公里的高速公路。公司参建的公路项目中包括了一些我国最大和最复杂的公路建设项目，例如京沪高速公路（中国大陆第一条全线建成高速公路的国道主干线）等。

2015~2017年，公司公路建设分别实现营业收入852.67亿元、747.01和812.56亿元，其中2017年同比增长8.77%。2017年，公司公路建设新签合同额3388.9亿元，同比增长87.6%。截至2017年底，公司公路建设业务的未完成合同额4030.4亿元，同比增长104.3%。全年公司共完成公路建设2439公里，其中包括1201公里的高速公路。公司参建的京新高速公路正式通车，港珠澳大桥主体工程具备通车条件，芜湖长江公路二桥顺利通车，国内内河规模最大的沉管隧道——南昌市红谷隧道工程开通运营。

市政工程建设及其他

公司还参与建设城市轨道交通、房屋建筑、水利水电、港口、码头、机场和其他市政工程建设，并且是中国城市轨道交通市场的领先企业之一。公司参建了国内几乎所

有主要城市的城市轨道交通建设，包括深圳、成都、石家庄等。

2015~2017年，公司市政工程业务分别实现营业收入2309.87亿元、2436.67和2807.67亿元，其中2017年同比增长15.23%。2017年，公司市政工程和其他建设新签合同额7738.9亿元，同比增长30.9%。其中，城市轨道交通工程新签合同额2849.1亿元，同比增长4%，市场占有率约为50%。截至2017年底，公司市政工程和其他建设业务的未完成合同额12051.6亿元，同比增长40%。其中城市轨道交通工程未完成合同额4320.7亿元，同比增长31.6%。公司2017年共参与建设城市轻轨、地铁线路土建工程201公里，铺轨工程231公里。参建的北京地铁、深圳地铁、广州地铁、成都地铁、青岛地铁等一批重点难点项目进展顺利。

截至2017年底，公司重大在建项目包括成都轨道交通工程、深圳地铁11号线、重庆地铁5号线、昆明地铁4号线、巴州工程项目-若羌至民丰高速公路、重庆地铁10号线等项目，以轨道交通类项目为主。上述项目总计投资金额为1193.94亿元，已完成投资716.33亿元，尚需投入477.61亿元。

表4 截至2017年底公司在建的重大基建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	项目金额	工期	工程进度	2017年底已投资
成都轨道交通工程	总分包	419.83	2012.02-2018.12	83.16%	330.72
深圳地铁11号线	BT	203.24	2012.06-2017.06	88.18%	146.46
重庆地铁5号线	BT	149.48	2014.04-2018.03	59.98%	78.74
昆明地铁4号线	PPP	143.14	2016.04-2018.12	37.02%	45.93
巴州工程项目-若羌至民丰高速公路	PPP	142.59	2017.07-2020.07	10.65%	14.44
重庆地铁10号线	BT	135.66	2016.12-2019.11	85.15%	100.04
合计	--	1193.94	--	--	716.33

资料来源：公司提供

海外业务

公司于20世纪70年代独立建设长达1861公里的坦桑尼亚至赞比亚铁路项目，从此逐

步走向海外市场。公司早期的海外业务活动主要与中国政府的援外建设项目有关。目前，公司已在境外为全球客户提供铁路、高速公

路、公路、桥梁、隧道、房屋建筑、疏浚、机场和市政工程项目在建设及相关服务，在国际建筑市场上，尤其是非洲、东南亚、太平洋岛国、中东以及南美洲享有较高的声誉。2017 年，公司采取积极稳妥的海外发展战略，海外业务实现收入 416.81 亿元，较上年增长 51.23%。公司拥有较丰富的发展中国家工程承包项目运作经验，但发展中国家存在的政治和经济不稳定因素相对较多，其信用状况可能影响公司的项目回款。

(2) 其他业务

公司其他主营业务围绕基础设施建设展开，逐步形成了纵向“建筑业一体化”、横向“主业突出、相关多元”的产品产业布局。近年来，公司勘察设计、工程设备和零部件制造、房地产业务经营较为稳定。

勘察设计与咨询服务业务

公司勘察设计与咨询业务涵盖研究、规划、咨询、勘察设计、监理、工程总承包、产品产业化等基本建设全过程服务，主要涉及铁路、城市轨道交通、公路、市政、建筑等行业，并不断向现代有轨电车、磁悬浮、跨座式轨道交通、智能交通、民用机场、港口码头、电力、节能环保等新行业新领域拓展。基本经营模式是在境内外通过市场竞争获得合同，按照合同约定完成工程项目的勘察设计及相关服务等任务。同时勘察设计业务不断创新经营模式，充分利用开展城市基础设施规划的优势运作设计项目以及工程总承包项目。

2015~2017 年，公司勘察设计与咨询服务业务分别实现营业收入 101.20 亿元、116.15 亿元和 129.71 亿元，其中 2017 年同比增长 11.67%，毛利率 29.83%，略有下降。主要是受当年勘察设计业务增长较快，在项目数量较多和工期紧张的情况下，部分项目使用劳务派遣人员来解决现场需求，因而造成本年劳务费、外协成本和技术咨询费的增加，导致毛利率下降。

2017 年，公司勘察设计与咨询服务业务新签合同额 216.9 亿元，同比增长 39.4%。截至 2017 年底，公司勘察设计与咨询服务业务的未完成合同额 347.7 亿元，同比增长 30.1%。2017 年，公司勘察设计的川藏铁路成都到雅安段开工建设；设计的西南地区最长铁路隧道--成（都）兰（州）铁路平安隧道胜利贯通；参与设计、施工的世界最长的跨海大桥--港珠澳大桥主体工程荷载试验完成，具备通车条件；承担勘察设计总承包的以轻型跨座式单轨交通制式为城市轨道交通主干线路的汕头轨道交通 1 号线试验段工程开工建设；孟加拉帕德玛大桥铁路连接线项目前期测量、地勘工作正在顺利推进；莫（斯科）喀（山）高铁勘察设计项目的全线勘察设计文件已基本完成。

工程设备和零部件制造业务

公司工程设备和零部件制造业务主要服务于境内外基础设施建设，产品涵盖道岔、隧道施工设备、桥梁建筑钢结构、工程施工机械以及铁路电气化器材。

近年来，受益于钢结构制造与安装、工程施工机械制造逐渐规模化，盾构加工制造、租赁及分包掘进等业务波动提升，2015~2017 年公司工程设备和零部件制造业务分别实现营业收入 130.58 亿元、123.15 亿元和 136.26 亿元，其中 2017 年同比增长 10.65%；毛利率为 21.54%，略有下降。

2017 年，公司工程设备和零部件制造业务新签合同额 326.8 亿元，同比增长 25.4%。截至 2017 年底，公司工程设备和零部件制造业务的未完成合同额 345.5 亿元，同比增长 26.2%。大型桥梁钢结构、高速道岔在国内的市场占有率均在 65%以上；公司作为亚洲最大、世界第二的盾构研发制造商，盾构的生产经营能力和规模均有较大的提高，具备了年产 250 台盾构的能力。2017 年销售盾构/TBM139 台，生产制造盾构/TBM142 台，在制造盾构 80 台。与此同时，公司在继续巩固

国内盾构市场的基础上,进一步开拓国际市场,目前公司的盾构产品已经销往新加坡、马来西亚、印度、以色列等国家。

房地产开发业务

公司设立全资子公司中铁置业集团有限公司,负责公司房地产开发业务的发展和规划,协调多家子公司房地产开发业务,取得显著成效。公司的房地产开发业务主要为住宅及商业物业的开发、销售和管理业务。开发项目以环渤海、长三角、珠三角及国内其他经济发达、具有市场潜力的地区为开发重点,并关注二三线城市的市场需求,实现了近年来该板块业务的快速发展。公司响应国家政策号召,致力于旧城区改造、新城及新城区建设以及土地成片开发业务。

2015~2017年,公司房地产开发业务分别实现营业收入288.73亿元、325.83亿元和303.52亿元;2017年同比下降6.85%,主要系受房地产新政影响,2017年全国限购城市不断增加,尤其是房贷利率等金融政策的调控,加之开发周期性波动所致;毛利率24.49%,略有下降,主要原因是尾盘项目加速去化,售价增长低于成本增长幅度。

2017年,公司紧跟国家房地产政策导向,面向市场需求,盘活存量资产。全年竣工建筑面积252万平方米,同比下降20.75%;销售面积339万平方米,同比增长11.88%;销售额360.42亿元,同比增长23.47%。截至2017年底,公司房地产开发项目共计162个;公司在建项目占地面积2834.15万平方米,总建筑面积5385.01万平方米;可供开发的土地储备面积约1275.08万平方米,可供开发的建筑面积约2105.72万平方米。

其他主营业务

公司其他主营业务主要包括物资贸易、金融业务、矿产资源开发和高速公路运营等业务。2015~2017年,公司其他主营业务分别实现收入291.60亿元、278.09亿元和318.23亿元,其中2017年同比增长14.43%;毛利率

为18.28%,较上年有一定幅度增长。其中,PPP、BOT等项目运营业务实现运营收入26.12亿元,同比增长5.91%,毛利率为52.19%,同比减少8.42个百分点;矿产资源板块实现收入40.85亿元,同比增长65.44%,毛利率为44.91%,同比增加21.19个百分点;物资贸易业务实现收入169.32亿元,同比增长8.14%,毛利率为8.90%,同比增加4.34个百分点;金融业务实现收入34.22亿元,同比下降13.39%,毛利率85.36%,同比减少11.65个百分点。

随着铜钴钼产品价格的回暖,鹿鸣钼矿和华刚铜钴矿等矿产资源开发项目进入良好的运营状态,公司矿产资源业务进入稳步发展轨道。公司负责的高速公路、污水处理厂以及海外铁路和轨道交通等投资、运营项目整体运营良好,收入稳步提升。物资贸易业务围绕公司内部集中采购开展,稳健开展对外经营,毛利水平进一步提升。金融业务在结合市场需求迅速发展的同时,进一步整合内部金融资源,推动产融结合,创新投融资模式,搭建产业链金融服务体系,助推主业发展。

(3) 未来发展

公司未来将坚持其“十三五”发展战略,继续巩固基建板块支柱地位,确保在传统业务领域的优势地位。

公司“十三五”发展的总体战略:做强做优、做大企业;做实基础、做精项目、做新机制、做严管理、做强实力、做优企业;创新驱动、结构调整、开放合作、深化改革、加强党建、惠及员工。基建建设板块是公司的传统核心业务,要紧紧抓住国家推进京津冀协同发展、长江经济带发展、新型城镇化建设和加快雄安新区改革开放等机遇,继续巩固基建板块支柱地位,确保铁路、公路、城市轨道交通等领域的传统优势和市场份额,同时增强在港口码头、机场、水利水电、地下管廊、海绵城市等方面的竞争力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2016 年度合并财务报表经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年三季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，近三年，公司合并范围变动不大。2017 年公司通过收购方式新增纳入合并范围的子公司 1 家。该合并范围变化对公司财务数据影响小，财务数据可比性强。

2017 年底，公司合并资产总计 8440.84 亿元，所有者权益（包括少数股东权益）1697.20 亿元。2017 年，公司实现营业总收入

6933.67 亿元，利润总额 195.44 亿元。

2018 年 9 月底，公司合并资产总计 9137.64 亿元，所有者权益（包括少数股东权益）1950.80 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 4957.68 亿元，利润总额 174.61 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模稳步增长，资产构成稳定；货币资金较为充裕；受行业经营特点影响，应收账款和存货占比较大，对资产流动性存在一定影响；公司资产质量较好。

2015~2017 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 8.75%，主要系流动资产增长所致。2017 年底，公司资产总额 8440.84 亿元，较上年底增长 11.87%；资产结构较上年变化小，仍以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1007.18	11.02	1240.85	16.45	1303.92	15.45	998.97	10.93
应收账款	1316.60	14.41	1405.32	18.63	1578.05	18.70	1310.80	14.35
存货	2467.58	27.00	2248.04	29.79	2424.63	28.73	2835.99	31.04
流动资产	5654.10	61.88	5949.08	78.85	6600.84	78.20	6697.47	73.30
固定资产	448.69	4.91	487.65	6.46	523.68	6.20	531.27	5.81
无形资产	508.36	5.56	517.63	6.86	507.66	6.01	558.85	6.12
非流动资产	1482.58	16.22	1596.01	21.15	1840.00	21.80	2440.17	26.70
资产总额	7136.68	100.00	7545.09	100.00	8440.84	100.00	9137.64	100.00

资料来源：公司年报及季报

2015~2017 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 8.05%。2017 年底，公司流动资产 6600.84 亿元，同比增长 10.96%，构成以货币资金、应收账款和存货为主。

2017 年底，公司货币资金 1303.92 亿元，同比增长 5.08%，其中使用受限的货币资金为 137.04 亿元。

2015~2017 年，公司应收账款持续增长趋势，年均复合增长 9.48%。2017 年底，应收账款 1578.05 亿元，同比增长 12.29%，主要为应收工程款。其中 1 年以内应收款项占比为 73%、

1~2 年占比为 14%，账龄较短；前五名应收对象合计占比 30%，集中度较高；另外应收账款计提坏账准备比例为 2.94%，已计提坏账准备 47.83 亿元。

公司其他应收款主要包括备用金、各项保证金（履约保证金、投标保证金、民工工资保证金、项目安全保证金等）、押金、有息、无息拆借资金等。2015~2017 年，公司其他应收款规模波动增长，年均复合增长 9.40%。2017 年底，公司其他应收款 444.23 亿元，同比增长 21.21%，主要系拆借资金增长（增长 117.60%

至 147.12 亿元)所致。公司其他应收款由保证金(占 27.29%)、有息拆借资金(占 29.29%)、应收其他代垫款(占 17.76%)、押金(占 5.89%)和其他(占 19.26%)等构成。2017 年底,从账龄分布看,其他应收款余额中,1 年以内占 70.79%,1~2 年占 7.52%,2~3 年占 7.44%,3~4 年占 6.20%,账龄较合理。2017 年底,公司已计提坏账准备 58.09 亿元,计提比例 11.56%。对于占比较大的为各项保证金,根据工程投标之惯例,投标保证金一般于工程结束后返还,履约保证金一般随工程施工进度逐步返还,安全保证金只要工程安全完工即可返还。

2015~2017 年,公司存货波动下降,年均复合下降 0.87%。2017 年底,公司存货 2424.63 亿元,同比增长 7.86%,构成以已完工尚未结算的建造合同和房地产开发成本为主;2017 年底累计对存货计提跌价准备 8.04 亿元。

2015~2017 年,公司其他流动资产快速增长,年均复合增长 234.98%。2017 年底,公司其他流动资产 186.51 亿元,同比增长 227.10%,主要由待结算进项税等 121.63 亿元和预缴税金 41.42 亿元构成。

2015~2017 年,公司非流动资产规模不断增长,年均复合增长 11.40%。2017 年底,公司非流动资产 1840.00 亿元,同比增长 15.29%,构成以固定资产和无形资产为主。

2015~2017 年,公司可供出售金融资产快速增长,年均复合 26.76%。2017 年底,公司可供出售金融资产 134.18 亿元,同比增长 4.05%,公司可供出售金融资产主要由非上市信托产品投资(占 44.51%)、按公允价值计量的可供出售权益工具(占 20.28%)和按成本法计量的可供出售权益工具构成(占 30.05%)构成,计提减值准备 1.36 亿元。

2015~2017 年,公司长期应收款快速增长,年均复合增长 37.07%。2017 年底,公司长期应收款 219.27 亿元,同比增长 129.25%,主要系应收长期工程款、发放贷款及垫款以及应收投资款增加所致。

2015~2017 年,公司长期股权投资快速增长,年均复合增长 62.12%。2017 年底,公司长期股权投资 211.66 亿元,同比增长 81.76%,主要系公司对昆明轨道交通四号线土建项目管理有限公司追加投资 8.44 亿元、新增对海口铁海管廊投资发展有限公司投资 8.00 亿元以及新增对云南楚玉高速公路投资开发有限公司投资 7.74 亿元投资,以及对其他联营企业增加投资 30.52 亿元所致。

2015~2017 年,公司固定资产规模波动增长,年均复合增长 8.03%。2017 年底,固定资产账面原值合计 1013.73 亿元,累计计提折旧 488.34 亿元,主要为施工设备和房屋,成新率 51.95%,成新率一般;计提减值准备 1.70 亿元。

2015~2017 年,公司无形资产基本保持稳定。公司无形资产主要包括特许经营权、土地使用权和矿权。2017 年底,无形资产账面原值合计 591.43 亿元,累计摊销 78.83 亿元。

资产受限方面,2017 年底,公司受限资产为 647.32 亿元,占资产比重为 7.67%,受限比例较低,其中货币资金 137.04 亿元,应收账款 1.55 亿元,存货 183.15 亿元,长期应收款 32.34 亿元,无形资产 293.17 亿元。

2018 年 9 月底,公司资产总额为 9137.64 亿元,较 2017 年底增长 8.26%。资产构成主要以流动资产为主(占 73.30%),资产构成结构保持稳定。其中货币资金 998.97 亿元,较 2017 年底下降 23.39%,主要由于元旦、春节期间集中支付工程款、劳务款和材料款;投资类项目股权投资及土地储备支出款增长所致。2018 年 9 月底,公司存货 2835.99 亿元,较 2017 年底增长 16.97%,主要系随着规模增长,合同资产增加;为确保基建项目施工进度和应对原材料价格上涨,公司加大了原材料储备;工业企业订单上升,在产品有所增加所致。另外,结合工程建筑企业的普遍做法,公司基建建设业务的营业周期从包含项目建设期和基建质保期变更为仅包含项目建设期,相应应收建设

工程质量保证金从应收账款转为长期应收款，使得 2018 年 9 月底公司应收账款较上年底下降 16.94%，相应地长期应收款较上年底大幅增长 80.38%。受财政部于 2017 年及 2018 年颁布了以下修订后的企业会计准则：《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（财会【2017】7 号）《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》（财会【2017】8 号）等影响，公司自 2018 年 1 月 1 日起执行上述企业会计准则修订，对会计政策相关内容进行调整，债权投资科目新增 87.50 亿，其他权益工具投资科目新增 63.22 亿元，其他非流动金融资产科目新

增 96.19 亿元。

3. 资本结构

受利润累积增加影响，公司所有者权益有所增长，所有者权益中未分配利润占比较大。

2015~2017 年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长 10.34%。2017 年底，公司所有者权益 1697.20 亿元；2017 年 6 月，公司向全体股东每股派发现金红利 0.088 元人民币（含税），共分配 20.10 亿元。公司所有者权中股本占 13.46%、资本公积占 25.96%、未分配利润占 39.64%，未分配利润占比较大。

表7 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	228.44	16.39	228.44	15.32	228.44	13.46	228.44	11.71
其他权益工具（永续债）	119.40	8.57	119.40	8.00	119.40	7.04	119.40	6.12
资本公积	417.54	29.95	414.11	27.76	440.58	25.96	464.66	23.82
未分配利润	486.09	34.87	566.84	38.00	672.81	39.64	775.92	39.77
所有者权益合计	1394.01	100.00	1491.59	100.00	1697.20	100.00	1950.80	100.00

资料来源：公司年报及季报

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益 1950.80 亿元，较 2017 年底增长 14.94%，主要来源于资本公积及未分配利润的增加所致，其中资本公积主要系于 2018 年 6 月，公司与若干第三方投资者签订《投资协议》和《债转股协议》。根据上述协议，第三方投资者以现金方式对中铁二局工程有限公司、中铁三局集团有限公司、中铁五局集团有限公司及中铁八局集团有限公司（以下简称“标的公司”）进行

增资（增资完成后，公司未丧失标的公司控制权），该增资导致公司增加资本公积 18.56 亿元所致，所有者权益结构变化不大。

债务结构中短期债务占比相对更高，整体债务水平有所增长。

2015~2017 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 8.37%，主要系流动负债增加所致。2017 年底，公司负债合计 6743.64 亿元，同比增长 11.40%；负债结构较上年变化小，仍以流动负债为主。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	554.78	9.66	561.84	9.28	544.70	8.08	806.27	11.22
应付账款	2364.19	41.17	2644.41	43.68	2884.07	42.77	2666.06	37.10
预收款项	696.37	12.13	674.94	11.15	845.71	12.54	1036.70	14.42
其他应付款	401.80	7.00	489.54	8.09	489.56	7.26	519.60	7.23
流动负债	4704.47	81.92	5066.04	83.69	5817.16	86.26	6122.50	85.19
长期借款	635.81	11.07	590.39	9.75	530.23	7.86	619.32	8.62

应付债券	301.67	5.25	323.22	5.34	305.33	4.53	300.54	4.18
非流动负债	1038.19	18.08	987.46	16.31	926.48	13.74	1064.34	14.81
负债总额	5742.67	100.00	6053.50	100.00	6743.64	100.00	7186.84	100.00

资料来源：公司年报及季报

2015~2017 年，公司流动负债稳步增长，年复合增长 11.20%。2017 年底，公司流动负债 5817.16 亿元，同比增长 14.83%；构成主要为应付账款和预收款项。

2015~2017 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 0.91%。2017 年底，公司短期借款 544.70 亿元，较年初下降 3.05%。

2015~2017 年，随公司业务规模扩张，公司应付账款快速增长，年均复合增长 10.45%。2017 年底，公司应付账款 2884.07 亿元，同比增长 9.06%，主要为应付材料采购款、应付劳务费和工程款等。

公司预收款项主要由预收工程款、已结算尚未完工的建造合同款和预收售楼款等构成。2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均增长 10.20%。2017 年底，预收款项 845.71 亿元，同比大幅增长 25.30%；其中，预收售楼款 328.13 亿元、预收工程款 232.13 亿元、建造合同形成的已结算未完工款项 149.63 亿元。

2015~2017 年，公司其他应付款不断增长，年均复合增长 10.38%。2017 年底，公司其他应付款 489.56 亿元，较年初基本持平。公司其他应付款主要有保证金（占 32.66%）和应付代垫款项（占 27.25%）构成。

2015~2017 年，公司非流动负债有所下降，年均复合下降 5.53%。2017 年底，公司非流动负债合计 926.48 亿元，规模相对较小，同比下降 6.18%；构成主要为长期借款和应付债券。

2015~2017 年，公司长期借款呈持续下降态势，年均复合下降 8.68%。2017 年底，公司长期借款 530.23 亿元，同比下降 10.19%，以信用借款和质押借款为主；其中 2019 年到期金额占 32.38%，2020 年到期金额占 14.54%，2021 年到期金额占 2.43%，2022 年及以后占 50.65%，公司 2019 年到期偿还金额较大，有一定的集中到期还款压力。

2015~2017 年，公司应付债券呈小幅波动态势，年均复合增长 0.60%。2017 年底，公司应付债券 305.33 亿元，同比下降 5.54%，主要为公司及下属子公司于近年发行的公司债、中期票据及非公开定向债务融资工具等。公司长期应付款中的融资租赁款为有息债务，但规模较小。

2018 年 9 月底，公司负债总额 7186.84 亿元，较上年底增长 6.57%，主要系长期借款及短期借款等增长所致。其中流动负债占 85.19%，非流动负债占 14.81%，负债结构较年初变化不大。2018 年 9 月底，公司短期借款 806.27 亿元，较上年底增长 48.02%，主要系公司为补充流动性资金需求，较多采用融资成本较低的短期借款开展外部融资所致；预收款项 1036.70 亿元，较上年底增长 22.58%，主要系公司新签合同有所增长，预收工程款相应有所增长以及公司房地产项目销售较好，预收售楼款增长所致。长期应付款 75.62 亿元，较上年底大幅增长 231.44%，且应付账款较上年底下降 7.56%，系公司基建建设业务的营业周期从包含项目建设期和基建质保期变更为仅包含项目建设期，相应应付建设工程质量保证金从应付账款转为长期应付款所致。

从债务规模来看，2015~2017 年，公司全部债务年均复合增长 4.11%。2017 年底，公司全部债务 2137.62 亿元，同比有所上升，其中短期债务占 60.91%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别下降至 79.89%、55.74%和 32.99%。2018 年 9 月底，公司全部债务规模有所增长，债务结构基本无变化；债务指标有所增加。

4. 盈利能力

随着公路和市政建设业务规模的增长，公司营业总收入及利润规模相应稳步增长；期间费用控制能力较为稳定；整体盈利水平一般。

2015~2017年,公司营业收入呈增长态势,年均复合增长5.40%。2017年,受益于公路、市政和城市轨道交通建设带动基建建设收入增长,公司实现营业总收入6933.67亿元,同比增长7.77%;营业成本为6252.58亿元,同比增长6.97%。由于成本增速相对较慢,公司营业利润率小幅上升至8.70%。2018年1~9月,公司实现营业总收入4957.68亿元。

2015~2017年,公司期间费用年均复合增长7.68%。其中2017年,公司期间费用363.66亿元,同比增长14.42%,构成以管理费用(主要由研究与开发支出、职工薪酬构成)为主。其中,销售费用同比增长11.46%,系公司加大市场营销力度所致;管理费用同比增长10.69%,系职工薪酬增长和公司加大了研发费用投入所致;财务费用同比增长65.02%,主要原因是汇兑收益同比有所减少。同期,公司期间费用率为5.24%,同比增加0.30个百分点。

2017年,公司资产减值损失92.45亿元,同比增长138.29%,以其他应收款、应收账款和预付款项等坏账损失89.15亿元(同比增长592.16%)为主。2017年,公司实现投资收益16.14亿元,同比增长16.39%,主要为权益法核算的长期股权投资收益15.33亿元。同期,公司营业外收入为7.66亿元,其中政府补助(企业扶持补助、拆迁补偿、岗位补贴等)2.62亿元。2017年,公司实现利润总额195.44亿元,同比增长10.59%;其中非经营性损益对利润有一定影响。

从盈利指标看,2015~2017年,公司总资产收益率和净资产收益率整体呈下降趋势,2017年公司总资产收益率和净资产收益率均同比小幅下降至4.95%和8.37%。

2018年1~9月,公司实现营业收入4934.25亿元,营业成本4450.36亿元,管理费用150.63亿元,较2017年底下降49.75%,并新增研发费用78.69亿元。主要系由于会计准则变更,公司将原计入管理费用项目的研发费用单独列示为研发费用项目所致;实现营业

利润175.37亿元,实现利润总额174.61亿元;同期营业利润率为9.81%。

5. 现金流分析

随着业务扩张,公司经营活动现金流规模大且有所增长;随着PPP项目等对外股权不断投入,投资活动现金流出量大幅增长;筹资活动稳步推进。

公司经营活动产生的现金流规模大且逐年增长,主要为经营业务资金流入流出。2015~2017年,公司经营活动现金流入量呈持续增长态势,年均复合增长9.63%,主要系营业收入增长带动现金流入增加所致,其中销售商品、提供劳务收到的现金占比均在98%以上;公司经营活动现金流出呈增长态势,年均复合增长9.91%,其中购买商品、接受劳务支付的现金占比在84%左右。此外2015~2017年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为305.60元、544.95亿元和311.74亿元。在国家金融监管趋严、货币市场流动性趋紧、公司经营规模持续扩大的情况下,公司持续加大现金流规划,在营运资产(存货、应收账款和应收票据等)增加较大的基础上通过支付控制,改善现金流,实现经营活动现金流量净额331.74亿元,虽然较上年同期有所下降,但仍保持较大净流入。2015~2017年,公司现金收入比分别98.64%、103.82%和106.34%,收入实现质量仍保持良好。

投资活动现金流方面,2015~2017年,公司投资活动现金流量净额分别为-155.55亿元、-174.77亿元和-323.80亿元,其中2017年,公司投资活动资金缺口进一步扩大,净流出金额同比增长85.27%,主要系出于业务需要,公司近年来保持了在固定资产购建、对外投资等方面的投资支出规模所致。其中投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主;同期,投资活动现金流出为PPP项目等对外股权投资、三个月以上定期存款等。

2015~2017年,公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主;另外,发行债券收

到的现金为 32.67 亿元(系子公司 2017 年发行的 5 年期美元票据),吸收少数股东投资收到的现金 96.85 亿元(包括①公司控股的上市公司资产重组配套募集了一定额度的资金;②所属子公司混改吸收了外部投资);当期,筹资活动产生的现金流入额为 928.15 亿元。2015~2017 年,公司筹资活动现金流出不断下降,2017 年为 912.68 亿元,以债务偿还支出为主。整体上,筹资活动现金流由 2016 年的净流出状态转变为 2017 年的净流入状态,主要系子公司吸收少数股东投资收到的现金增幅较大且还款规模减小所致。

2018 年 1~9 月,公司经营活动现金流入 5693.85 亿元,主要由销售商品、提供劳务收到的现金 5581.46 亿元构成;经营活动现金流出 6020.65 亿元,主要由购买商品、接受劳务支付的现金 5265.05 亿元构成;经营活动现金流净额为 -326.80 亿元,主要原因是一方面,2018 年因国家持续加强金融监管,致使部分项目业主融资能力不足,工程结算和款项拨付滞后,导致公司存货增加。另一方面,公司为保障项目有序推进,减少不必要的损失,垫资了部分款项;同时,为使房地产业务能够有序发展,公司适度进行土地储备,因此产生较大经营性现金净流出。同期,公司投资活动现金流入为 193.96 亿元;投资活动现金流出为 398.26 亿元,主要由投资支付的现金 253.72 亿元构成,投资活动现金流净额为 -204.30 亿元;筹资活动现金流净额为 214.60 亿元;公司现金收入比为 112.58%,较 2017 年继续提升。

6. 偿债能力

公司现金类资产较充裕,担保比率低,且直接和间接融资渠道畅通,公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看,2015~2017 年,公司流动比率分别为 1.20 倍、1.17 倍和 1.13 倍;公司速动比率分别为 0.68 倍、0.73 倍和 0.72 倍。2018 年 9 月底,上述两项指标分别为

1.09 倍和 0.63 倍,进一步下降。由于公司经营活动净现金流规模有所下降以及流动负债规模上升,2017 年底公司经营现金流动负债降至 5.70%。综合考虑到公司经营活动现金流入规模大,货币资金较为充裕,且流动负债中预收款项无需实际偿付,公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看,2015~2017 年,公司 EBITDA 持续增长,分别为 302.06 亿元、320.48 亿元和 331.79 亿元,2017 年公司 EBITDA 主要由由利润总额(占 58.90%)、计入财务费用的利息支出(占 14.39%)、折旧(占 21.72%)和摊销(占 4.99%)构成。2017 年,公司全部债务/EBITDA 同比略升至 6.44 倍;EBITDA 利息倍数提升至 4.13 倍,EBITDA 对利息支出的保障能力略有增强,公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 6 月底,公司对集团外单位提供的担保余额 29.52 亿元,担保比率为 1.74%,(以 2017 年底所有者权益计算),公司担保比率低,或有负债风险小。

截至 2018 年 6 月底,公司及其控股子公司共获得国内主要大型国有商业银行授信额度 12044.43 亿元,其中未使用授信额度 5870.71 亿元,公司间接融资渠道畅通。同时公司为上海证券交易所以及香港联交所主板上市公司,直接融资渠道畅通。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模为 30 亿元,分别相当于 2017 年底公司长期债务和全部债务的 3.59%和 1.40%,对公司现有债务影响小。

考虑到公司长期应付款中部分融资租赁款项数据有息性质,将其调整至全部债务后,2017 年底,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.89%、55.74%和 32.99%;以公司 2017 年底报表财务数据为基础,预计本期中期票据发行后,不考虑其他因素,公司资产负债率、调整

后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 79.96%、56.09%和 33.77%。公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还公司及下属子公司有息债务，本期中期票据发行后，公司债务指标或低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行规模的 207.14 倍、225.78 倍和 248.97 倍；2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模的 10.07 倍、10.68 倍和 11.06 倍。公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度好。总体来看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高，本期中期票据到期不能偿还风险极低。综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、股东背景等因素，公司对本期中期票据的偿还能力极强。

十、结论

建筑行业的发展一直得到政府的高度重视和国家产业政策的支持。中国中铁是亚洲大型的多功能综合型建设集团，在中国建筑行业占主导地位；在股东背景、资产规模、行业地位、品牌、专业技术水平、资质等方面保持显著优势。近年来，基建市场形势持续向好，公司在手订单充足，基建业务持续扩大，营业收入及利润总额稳步增长，规模优势明显，整体竞争能力很强。同时，联合资信也关注到也关注到建筑行业竞争激烈、公司债务规模处于高位对经营带来的不利影响。

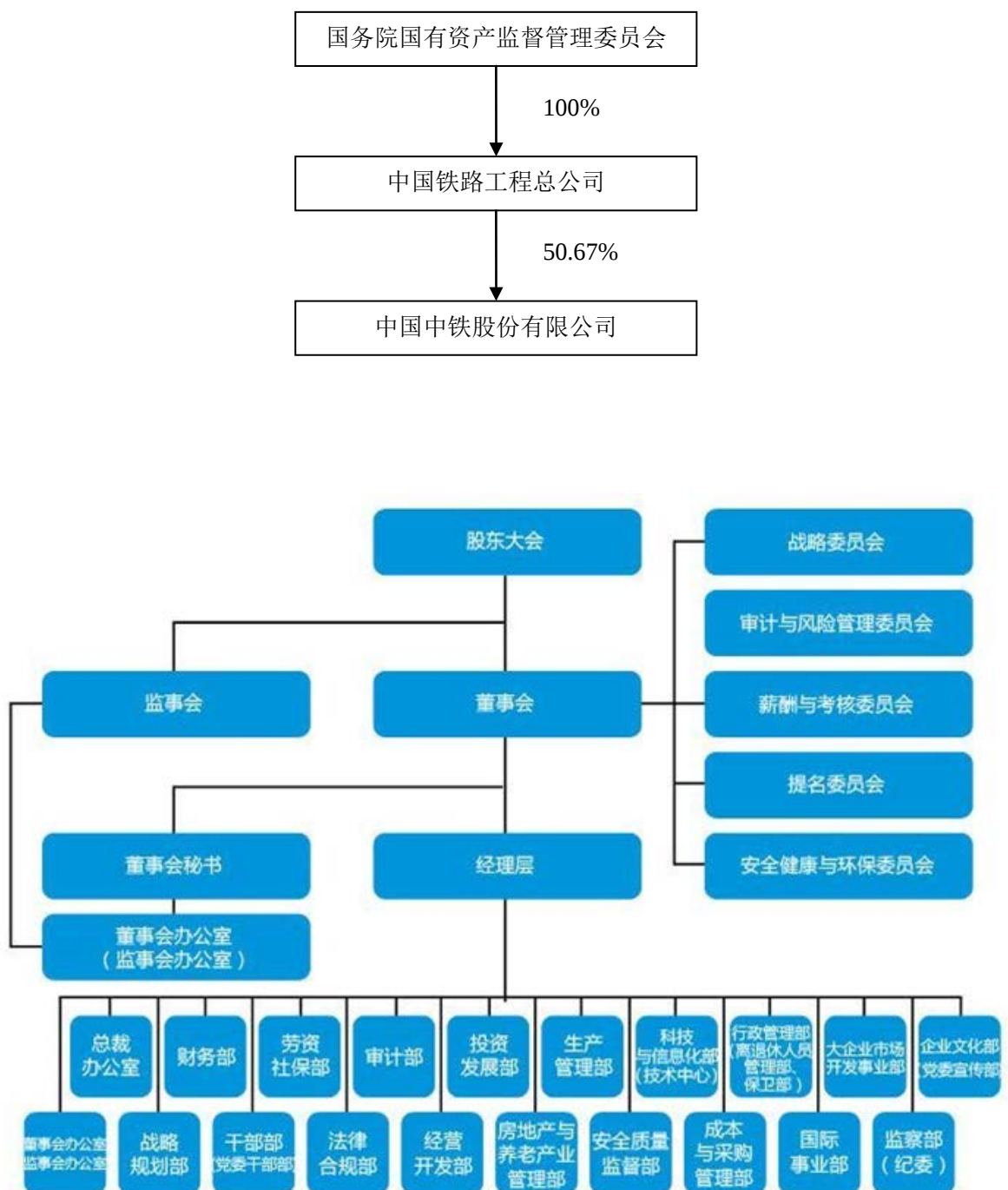
考虑到公司目前项目储备较为充足，未来随着储备项目的开展，公司业务及资产规模有望进一步扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺

序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 截至 2018 年 9 月底公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1028.33	1359.79	1581.50	1126.37
资产总额(亿元)	7136.68	7545.09	8440.84	9137.64
所有者权益(亿元)	1394.01	1491.59	1697.20	1950.80
短期债务(亿元)	999.88	1088.27	1302.06	1612.40
长期债务(亿元)	937.48	913.61	835.56	919.87
全部债务(亿元)	1937.36	2001.88	2137.62	2532.26
调整后全部债务(亿元)	1972.68	2002.30	2138.16	2532.81
营业总收入(亿元)	6241.04	6433.57	6933.67	4957.68
利润总额(亿元)	163.07	176.72	195.44	174.61
EBITDA(亿元)	302.06	320.48	331.79	--
经营性净现金流(亿元)	305.58	544.95	331.74	-326.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.44	4.50	4.14	--
存货周转次数(次)	2.27	2.48	2.68	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.88	0.87	--
现金收入比(%)	98.64	103.82	106.34	112.58
营业利润率(%)	7.50	7.34	8.70	9.81
总资本收益率(%)	5.34	5.29	4.95	--
净资产收益率(%)	8.45	8.52	8.37	--
长期债务资本化比率(%)	40.21	37.98	32.99	32.04
全部债务资本化比率(%)	58.16	57.30	55.74	56.49
调整后全部债务资本化比率(%)	58.59	57.31	55.75	56.49
资产负债率(%)	80.47	80.23	79.89	78.65
流动比率(%)	120.19	117.43	113.47	109.39
速动比率(%)	67.73	73.06	71.79	63.07
经营现金流动负债比(%)	6.50	10.76	5.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.81	3.51	4.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.41	6.25	6.44	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.53	6.25	6.44	--

注：1、2018 年三季度未经审计；2、调整后全部债务=全部债务+其他流动负债有息部分+长期应付款中融资租赁款；3、公司将永续中期票据计入所有者权益中的其他权益工具。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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)
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
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-营业税金及附加) / 营业收入×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%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

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。

联合资信评估有限公司关于 中国中铁股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国中铁股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国中铁股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国中铁股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国中铁股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国中铁股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国中铁股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国中铁股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国中铁股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国中铁股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国中铁股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。