

信用等级公告

联合〔2020〕3202号

联合资信评估有限公司通过对中国中铁股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第五期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国中铁股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国中铁股份有限公司 2020 年度第五期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



中国中铁股份有限公司

2020 年度第五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

债项概况:

本期中期票据发行规模: 基础发行规模 15.00 亿元, 发行金额上限 30.00 亿元

本期中期票据期限: 3+N (3) 年期, 依照发行条款的约定赎回之前长期存续
偿还方式: 在第 3 个年度末和其后每个票面利率重置日, 公司有权按面值加应付利息赎回

募集资金用途: 全部用于偿还公司本部及下属子公司的有息负债

评级时间: 2020 年 8 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

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

评级观点

中国中铁股份有限公司 (以下简称“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、资质等方面具备显著优势。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级反映了公司综合竞争优势明显, 在手订单充足, 基建业务规模持续扩大, 营业总收入及利润总额规模大且稳步增长。联合资信也关注到公司应收账款、合同资产和存货占比较大, 对资产流动性存在一定影响, 以及公司债务规模大且持续增长等因素可能对其经营带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响小, 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很强。同时, 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, 且清偿顺序列于公司普通债务之后。联合资信通过对相关条款的分析认为, 本期中期票据赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小、递延支付利息可能性小。

在基建支持政策持续加码背景下, 基建投资增速有望企稳。公司目前项目储备充足, 未来随着储备项目的推进, 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。

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, 公司主体偿债风险极低, 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. 外部发展环境良好, 公司综合竞争优势明显。建筑业在国民经济中发挥着重要作用, 近年来在资金端和需求端共同影响下, 建筑业集中度加速提升, 长期来看, 拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。公司作为国

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师: 张婷婷 王中天

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

院国资委下属特大型综合建设集团, 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。

2. 公司新签建设合同规模呈快速增长趋势, 项目储备充足。2017—2019 年, 公司新签合同额分别为 15568.60 亿元、16921.60 亿元和 21648.70 亿元, 年均复合增长 17.92%; 其中, 2019 年公司基建建设业务新签合同额 17946.3 亿元, 同比增长 25.10%。截至 2019 年底, 公司基建建设业务的未完成合同额 31641.80 亿元, 同比增长 17.80%。
3. 营业总收入及利润总额规模大且稳步增长。2017—2019 年, 公司分别实现营业总收入 6933.67 亿元、7404.36 亿元和 8508.84 亿元, 利润总额分别为 195.44 亿元、227.11 亿元和 313.32 亿元。

关注

1. 应收账款、合同资产及存货等规模较大, 对公司资金形成一定占用。截至 2020 年 3 月底, 公司应收账款、合同资产及存货占资产总额的比重达到 41.30%, 对公司资产流动性有一定影响。
2. 公司债务规模大且持续增长。截至 2020 年 3 月底, 公司全部债务规模已超过 3000 亿元。
3. 本期中期票据具有一定特殊性。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, 且清偿顺序列于公司普通债务之后。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	1594.86	1423.52	1668.91	1462.74
资产总额(亿元)	8457.23	9426.76	10561.86	10947.18
所有者权益(亿元)	1707.73	2221.44	2454.75	2583.79
短期债务(亿元)	1341.43	1567.97	1727.70	1996.96
长期债务(亿元)	835.56	840.26	1133.62	1266.27
全部债务(亿元)	2176.98	2408.24	2861.32	3263.23
营业总收入(亿元)	6933.67	7404.36	8508.84	1570.46
利润总额(亿元)	195.44	227.11	313.32	48.96
EBITDA(亿元)	325.24	377.49	464.98	--
经营性净现金流(亿元)	332.20	119.62	221.98	-388.47
营业利润率(%)	8.70	9.12	9.13	8.63
净资产收益率(%)	8.32	7.85	10.34	--
资产负债率(%)	79.81	76.43	76.76	76.40
全部债务资本化比率(%)	56.04	52.02	53.82	55.81
流动比率(%)	110.75	104.69	104.95	105.62
经营现金流动负债比(%)	5.73	1.92	3.28	--
现金短期债务比(倍)	1.19	0.91	0.97	0.73
EBITDA 利息倍数(倍)	4.41	4.47	4.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.69	6.38	6.15	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	2699.48	3294.43	3529.98	3585.56
所有者权益(亿元)	1366.33	1639.27	1833.64	1800.06
全部债务(亿元)	295.61	454.64	515.70	608.96
营业总收入(亿元)	383.87	407.52	554.07	89.46
利润总额(亿元)	198.82	112.02	137.74	8.19
资产负债率(%)	49.39	50.24	48.06	49.80
全部债务资本化比率(%)	17.79	21.71	21.95	25.28
流动比率(%)	114.03	99.30	99.00	99.80
经营现金流动负债比(%)	10.22	8.22	13.73	--

注：公司 2020 年一季度未经审计；2017 年财务数据系 2018 年年初数

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/07/21	张婷婷、王中天	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2009/05/04	孙炜、刘小平、王楚云	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

2020 年度第五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”）是经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“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”，现名中国铁路工程集团有限公司）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，因此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”）其所持有的公司部分 A 股股份，划转股数均为 42490 万股。上述股份无偿划转完成后，中铁工持有公司 1157498 万股股份，占公司股本的 50.67%，仍为公司控股股东。经过一系列增持后，截至 2019 年 6 月底，中铁工持有公司 50.77% 的股份。2019 年 9 月，公司通过发行股份 172662.77 万股购买中国国新控股有限责任公司等 9 名交易对方所持中铁二局集团有限公司（以下简称“中铁二局”）25.32%

的股权、中铁三局集团有限公司（以下简称“中铁三局”）29.38% 的股权、中铁五局集团有限公司（以下简称“中铁五局”）26.98% 的股权、中铁八局集团有限公司（以下简称“中铁八局”）23.81% 的股权，本次交易前公司注册资本和实收资本均为 228.44 亿元，变更后的注册资本和实收资本均为 245.71 亿元。截至 2020 年 3 月底，中铁工持有公司 47.21% 的股份，国务院国资委为公司实际控制人。

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 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司合计 45 家。公司本部内设总裁办公室、规划发展部、财务与金融管理部、经营开发部和投资管理部等 24 个职能部门。

截至 2019 年底，公司合并资产总计 10561.86 亿元，所有者权益 2454.75 亿元（包括少数股东权益 240.17 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 8508.84 亿元，利润总额

313.32 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 10947.18 亿元，所有者权益 2583.79 亿元（包括少数股东权益 372.30 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1570.46 亿元，利润总额 48.96 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：张宗言（2019 年 6 月 19 日，李长进先生因年龄原因辞去中国中铁执行董事、董事长、法定代表人职务。2019 年 8 月 25 日，中国中铁召开第四届董事会第二十五次会议，选举执行董事张宗言先生为中国中铁董事长、法定代表人，相关工商信息尚未变更）。

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司拟发行 2020 年度第五期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行基础额度为 15.00 亿元，发行金额上限为 30.00 亿元，发行期限 3+N（3）年，于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。募集资金全部用于偿还公司本部及下属子公司的有息负债。本期中期票据为永续中期票据，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。公司可在以下情形选择赎回本期中期票据：

（1）公司按照赎回条款进行赎回：在本期中期票据的第 3 个计息年度末及其后每个票面利率重置日¹，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

¹ 每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。

（2）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本期中期票据的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款或补缴责任的时候，公司有权对本次发行的中期票据进行赎回。

（3）公司因会计政策变更进行赎回：若未来因会计准则的变更或更新而影响公司在合并财务报表中将本次发行的中期票据计入公司权益时，公司有权对本期中期票据进行赎回。

如公司选择赎回，则于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

利率

本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率²加上初始利差³，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率⁴加上初始利差再加上 300 个基点，在之后的 3 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。

清偿顺序

² 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（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%）。

³ 初始利差首期为首期票面利率与初始基准利率的差值，自第 3 个计息年度起，初始利差为首期票面利率-首期基准利率。

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（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%）。

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

递延利息支付

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的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司选择利息递延支付，则于付息日前 10 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。公司（母公司）有利息递延支付的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

基于以上条款，可以得出以下结论：

（1）本期中期票据如不赎回则从第 4 个计息年度开始每 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。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。

（2）本期中期票据在除发生普通股份分红（按规定上缴国有资本收益除外）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。公司自 2007 年成立及上市以来，分别于 2014—2019 年连续六年进行分红，每 10 股派息（税前）分别为 0.66 元、0.78 元、0.86 元、0.88 元、1.13 元和 1.28 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，本期中期票据含公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小、递延支付利息可能性小。

三、宏观经济和政策环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

1. 经济增速继续下行

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是我国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2019 年及 2020 年一季度我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0

出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况

2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模

4.城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数。

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，

占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，

生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1-3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形

成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，我国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。2020年年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。2020年4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2020年2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；2020年3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出, 史无前例的新冠肺炎疫情对我国经济造成了严重的冲击, 当前经济发展面临的挑战前所未有, 形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除, 依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务, 国内消费投资难以在短时间内快速恢复; 同时生产端恢复快于需求端造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升, 共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘; 而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降, 叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少, 导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”, 世界各国为加强疫情防控, 居民消费和企业生产活动均受到限制, 导致大量订单取消、外需严重收缩, 同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继, 对我国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势, 对 2020 年二季度经济恢复造成压力, 预计 2020 年二季度经济增长依然存在较大的压力, 同比增速大概率在低位运行, 但环比情况会有很大的好转, 经济 V 字形反转难以实现, 全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势, 未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响, 防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议, 在强调要加大“六稳”工作力度的基础上, 首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务, 表示要坚定实施扩大内需战略, 维护经济发展和社会稳定大局, 为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出, 积极的财政政策要更加积极有为, 提高赤字率, 发行抗疫特别国债, 增加地方政府专项债券, 提高资金使用效率, 真正发挥稳定经济的

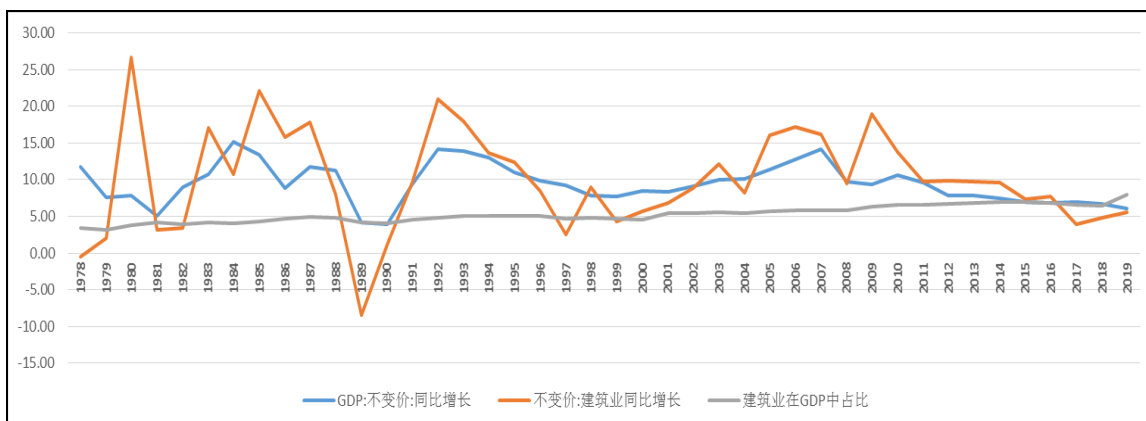
关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度, 运用降准、降息、再贷款等手段, 保持流动性合理充裕, 引导贷款市场利率下行, 把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上, 会议确定要释放消费潜力, 扩大居民消费, 适当增加公共消费。要积极扩大有效投资, 实施老旧小区改造, 加强传统基础设施和新型基础设施投资, 促进传统产业改造升级, 扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关, 加快落实各项政策, 推进减税降费, 降低融资成本和房屋租金, 提高中小企业生存和发展能力。要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力, 促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明, 未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到, 由于我国宏观杠杆率较高, 政府和企业部门债务负担本来已经较重, 政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险, 上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束, 难以大规模扩张, 宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

1. 建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用, 建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%, 2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同, 但由于投资往往是我国调控经济的重要手段, 因而也存在一定的逆周期特征, 建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来, 随着经济增速的持续下行, 建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大, 其逆周期特征有所显现, 2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升, 建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

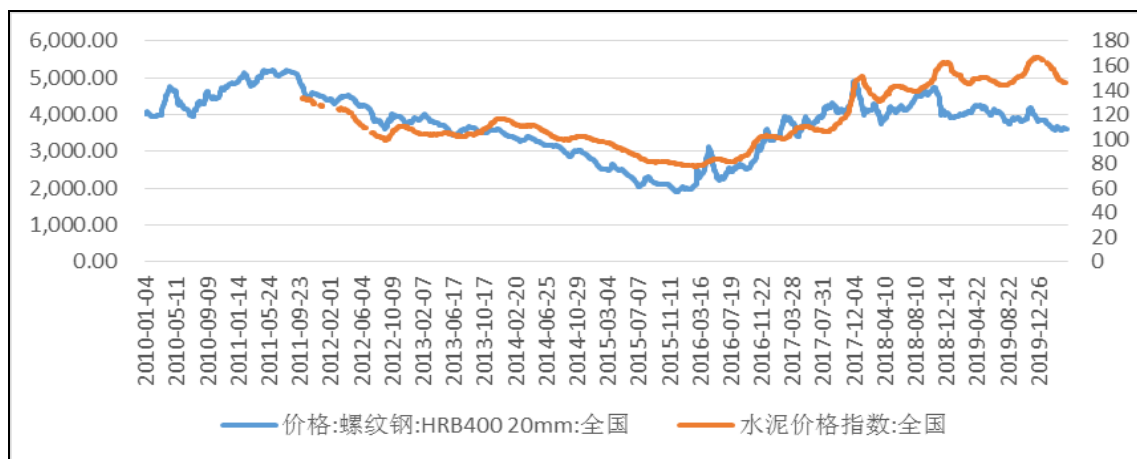
2. 上游原材料供给及下游需求

2019年,全国水泥价格指数中枢较上年继续上移;受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部“降本增效”的成效显现,钢铁价格维持平稳状态。2020年以来,受“新冠”疫情影响,短期内钢铁、水泥价格受到压制;但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施,以及后期赶工影响,钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的15%~18%,水泥占15%~16%,因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面,2018年以来,由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩,使得水泥价格正式步入上行通道,2019年全国水泥价格指

数中枢较2018年继续上移。受“新冠”疫情影响,2020年的下游需求启动有所延迟,企业自发延长停产时间的概率较大,短期内水泥价格受到一定压制,但伴随政府日趋严格的错峰生产措施,水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面,2018年以来,钢材价格较为平稳,主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及2016年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响,物流运输受限,不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产,同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中,钢材价格短期内受到压制,但随着复工进度的加快,长期来看钢材价格有望企稳。

图2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。

2019年，全国房地产开发投资132194亿元，同比增长9.9%，增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%，增速较2019年1—11月回落0.1个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%，增速自2019年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长9.00%，铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达

2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

3. 建筑行业竞争态势分析

2019年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

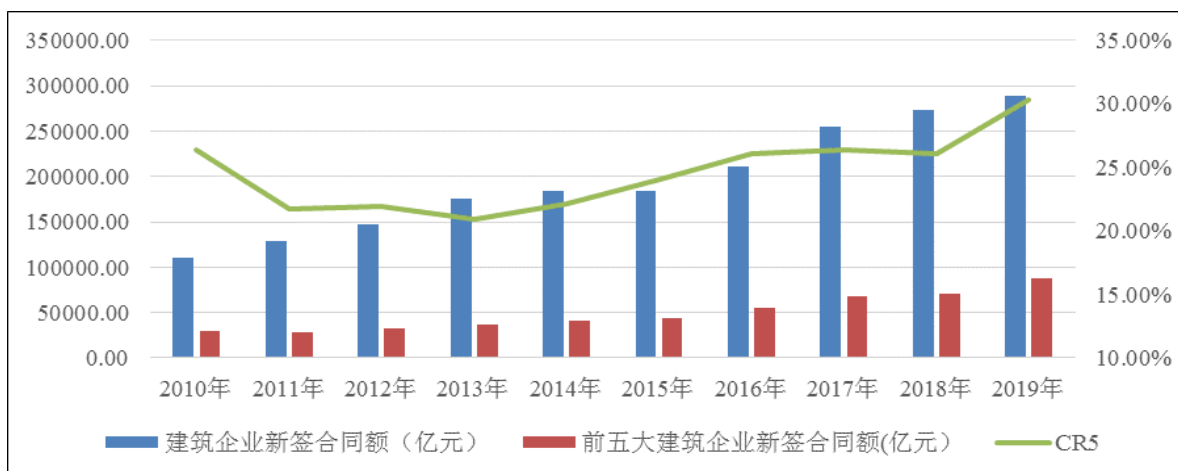
从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单

体量等限制较多, 订单向龙头企业靠拢; 另外, 园林等细分行业同样出现类似分化情况, 小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看, 在下游行业增速进入下行区间

影响下, 拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长, 从而进一步提高市场占有率。

图3 2010-2019年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 建筑行业发展趋势

2019年, 建筑业继续在国民经济中扮演重要角色; 但随着经济向中低增长阶段过渡, 建筑业未来增速或将长期放缓, 进入中低速增长阶段。短期来看, 基建和房地产逆周期调节力度持续加码, 资金面保持相对宽松状态, 对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看, 建筑业行业风险为中等, 行业展望为稳定。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底, 中铁工持有公司1159876万股股份, 占公司股本的47.21%, 为公司控股股东。国务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司已发展成为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, 资质优势突出, 且

海外业务继续得到“一带一路”国家政策支持, 整体竞争实力进一步提升。

公司已经发展成为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, 在铁路大中型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40%以上, 在高速公路基建市场的份额为10%以上。同时, 公司是“一带一路”建设中主要的基础设施建设力量之一, 是正在建设的“一带一路”代表性项目中老铁路、印尼雅万高铁、匈塞铁路的主要承包商, 2019年公司海外业务新签订单中约85%来源于“一带一路”沿线国家。

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2020年3月底, 公司共拥有各类资质约1490项。其中, 铁路工程施工总承包特级18项, 公路

工程施工总承包特级 27 项，建筑工程施工总承包特级 19 项，市政公用工程施工总承包特级 10 项等。

截至 2020 年 3 月底，公司承建的项目获得国家优质工程奖 348 项，中国建筑工程鲁班奖 185 项，中国土木工程詹天佑大奖 140 项，全国优秀工程勘察设计奖 154 项，全国优秀工程咨询成果奖 96 项。截至 2020 年 3 月底，企业累计获得国家科技进步和发明奖约 120 项，省部级科技进步奖（含国家认可的社会力量设奖）3472 项；公司现拥有专利 12707 项，其中发明专利 2843 项，PCT 专利 16 项。公司整体竞争实力进一步提升。

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，技术职称人员占比较大，符合公司业务板块构成特点。

公司高层管理人员包括 1 名总裁、5 名副总裁、1 名财务总监、1 名总工程师、1 名总经济师、1 名董事长秘书兼财务总监。

公司总裁陈云先生，1963 年出生，正高级经济师，研究生学历；2007 年 4 至 2017 年 3 月任中国交通建设集团党委常委，中国交通建设股份有限公司党委常委、副总经理；2017 年 3 月至 2017 年 9 月任中国交通建设集团党委副书记，中国交通建设股份有限公司党委副书记、副总裁；2017 年 9 月至 2017 年 11 月任中国交通建设集团党委副书记，中国交通建设股份有限公司党委副书记、执行董事；2017 年 11 月至 2019 年 6 月任中国交通建设集团党委副书记、工会主席，中国交通建设股份有限公司党委副书记、执行董事、工会主席；2019 年 6 月至 2019 年 8 月任公司党委副书记，中铁工党委副书记；2019 年 8 月起任公司总裁、党委副书记，中铁工总经理、党委副书记、董事。

公司财务总监孙瑾，1965 年出生，正高

级会计师。2009 年 11 月至 2011 年 3 月任中国水利水电建设集团公司党委常委，中国水利水电建设股份有限公司总会计师、党委常委；2011 年 3 月至 2014 年 2 月任中国电力建设集团有限公司（以下简称“中电建集团”）筹备组成员、临时党委委员、总会计师；2014 年 2 月至 2020 年 1 月任中电建集团党委常委，中国电力建设股份有限公司党委常委、总会计师；2020 年 1 月至 2020 年 2 月任中铁工党委常委；2020 年 2 月至 2020 年 3 月任公司党委常委，中铁工党委常委；2020 年 3 月至今任公司党委常委、总会计师（财务总监），兼任中铁工党委常委。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有在职员工 283031 名。按员工技术职称分，高级及以上占 10.56%、中级占 21.85%、助理级占 21.76%、部员级占 9.05%、其他占 36.78%；按员工教育程度分，研究生及以上占 3.38%、本科占 41.85%、本科以下占 54.77%。

4. 技术水平

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

公司拥有强大的核心技术团队，截至 2020 年 3 月底，公司拥有中高级技术人员 9 万余人，其中正高工 2100 人，中国工程院院士 1 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 288 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“创新型企业”，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，2019 年新增了数字轨

道交通技术研究与应用国家地方联合工程研究中心；拥有 7 个博士后工作站、16 个国家认定的企业技术中心和 78 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 15 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。

公司是亚洲最大、全球第二的盾构研发制造企业，是国内最大的铁路专用施工设备制造商，同时公司还是世界上能够独立生产 TBM 并具有知识产权的三大企业之一。截至 2020 年 3 月底，公司主要施工设备总台数达 11 万台，拥有盾构机 386 台，其中地铁盾构机 355 台。

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

5. 外部支持

公司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》（国改改革〔2007〕477 号）批准，中铁工进行整体重组，以货币资金、实物资产、无形资产和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）、《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58 号），以及国家税务总局《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，公司下属中铁一局集团有限公司、中铁二局、中铁五局、中铁七局集团有限公司、中铁八局、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。

公司多家子公司已通过高新技术企业认证，享受 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 2020 年 7 月 15 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 2020 年 8 月 9 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

作为香港和大陆两地的上市公司，公司按照上市地的法律、法规及规范性文件要求，完善了《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。

1. 法人治理结构

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 日召开了 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，明确公司党委“发挥领导作用”职责定位，并进一步完善了党委履行研究讨论企业重大经营管理事项前置程序的要求和实施细则，明确了党组织发挥“把方向、管大局、保落实”作用的方式路径。公司制定了健全的股东大会、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，每届任期 3 年，由股东大会选举或者更换。董事任期届满，可连选连任。董事可以由总裁或者其他高级管理人员兼任，但兼任总裁或者其他高级管理人员职务的董事总计不得超过公司董事总数的二分之一。董事会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。公司董事会目前由 9 名董事组成，其中执行董事 4 名，独立非执行董事 4 名，非执行董事 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、审计与风险管理委员会、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》《董事会战略委员会会议事规则》《董事会薪酬与考核委员会会议

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。2018 年 4 月，公司制定了《信息披露暂缓与豁免业务管理制度》，优化了信息披露与新闻宣传的衔接和配合机制。

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，明确了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

近年来，公司营业收入稳步增长，业务以国内基建建设为主，毛利水平较为稳定；新签合同规模快速增长，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。

2017—2019 年，公司分别实现主营业务收入 6853.52 亿元、7323.45 亿元和 8425.41 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 85% 左右。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。2019年，随着公司建设力度的加大，基建板块营业收入同比大幅增长17.20%。盈利水平方面，2017—2019年，公司综合毛利率较为稳定，2019年综合毛利率为9.77%，较上年底略有下降。2020年1—3月，公司实现营业收入1570.46亿元，相当于2019年全年的18.46%，同比减少2.01%，主要受到春节放假及疫情影响，复工时间延期所致；综合毛利率为9.63%，较2019年略有下降。

从区域分布来看，近年来，公司营业收入的90%来自于境内地区，来自于境外地区的收

入占比呈小幅下降态势，2019年为5.30%。

新签合同方面，2017—2019年，受益于国内基础设施建设市场规模较大，公司新签合同额呈快速增长态势，分别为15568.60亿元、16921.60亿元和21648.70亿元，年均复合增长17.92%。截至2019年底，公司未完成合同额为33612.0亿元，同比增长15.80%。2020年1—3月，公司新签合同额为3375.80亿元，同比增长7.80%；截至2020年3月底，公司未完成合同额为34093.40亿元，同比增长1.40%。

表2 2017—2019年及2020年1—3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020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	收入	占比	毛利率
1、主营业务	6853.52	99.33	9.22	7323.45	99.27	9.76	8425.41	99.30	9.66	1570.46	100.00	9.54
基建建设	5965.81	86.47	7.23	6242.11	84.61	7.42	7315.62	86.22	7.43	1338.20	85.21	7.22
—铁路	2345.57	34.00	4.42	2045.83	27.73	3.98	2234.07	26.33	3.00	394.47	25.12	3.10
—公路	812.56	11.78	7.09	975.12	13.22	7.60	1234.41	14.55	8.45	238.37	15.18	8.48
—市政	2807.67	40.69	9.62	3221.16	43.66	9.56	3847.14	45.34	9.66	705.37	44.91	9.09
工程设备和零部件制造	136.26	1.97	21.54	150.00	2.03	23.82	169.74	2.00	23.84	41.91	2.67	22.24
勘察、设计及咨询服务	129.71	1.88	29.83	146.10	1.98	28.04	161.72	1.91	27.45	37.21	2.37	24.08
房地产开发	303.52	4.40	24.49	433.24	5.87	24.63	430.31	5.07	29.16	43.43	2.77	34.41
其他主营业务	318.23	4.61	18.28	352.00	4.77	19.41	348.02	4.10	17.23	109.63	6.98	18.26
2、其他业务	45.93	0.67	32.65	53.69	0.73	28.30	58.99	0.70	25.70	--	--	--
合计	6899.45	100.00	9.38	7377.14	100.00	9.90	8484.40	100.00	9.77	1570.46	100.00	9.54

资料来源：公司年报及2020年一季度报

表3 2017—2019年公司营业总收入分地区构成情况（单位：亿元、%）

区域	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	6516.86	93.99	6975.75	94.21	8058.06	94.70
境外	416.81	6.01	428.61	5.79	450.77	5.30
合计	6933.67	100.00	7404.36	100.00	8508.84	100.00

资料来源：公司年报

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

基建建设业务是公司最大的收入来源，其中铁路、公路和市政建设业务快速发展，未来收入有望进一步增长。公司新签建设合同快速增长，充足的施工项目储备为公司业务持续发展提供了保证。

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。

2017—2019 年，公司基建建设业务营业收入呈快速增长态势，分别为 5965.81 亿元、6242.11 亿元和 7315.62 亿元；毛利率水平较为稳定，2019 年为 7.43%。2020 年 1—3 月，公司基建建设业务实现收入 1338.20 亿元，毛利率为 7.22%，毛利水平较上年略有下降。

新签合同方面，2017—2019 年，公司每年新签合同额均超万亿规模。其中，2019 年公司基建建设业务新签合同额 17946.3 亿元，同比增长 25.10%。截至 2019 年底，公司基建建设业务的未完成合同额 31641.8 亿元，同比增长 17.80%。从业务模式来看，2019 年，公司通过施工承包模式获取的基建新签合同额为 14100.7 亿元，同比增长 27.6%；通过 PPP（BOT）等投资模式获取的基础设施建设新签合同额 3845.6 亿元，同比增长 16.6%，在基建建设业务新签合同总额中占比 21.43%。

2020 年 1—3 月，公司基础设施建设业务新签合同额 3021.6 亿元，同比增长 11.7%，其中包含新签基础设施投资项目（PPP、BOT 等）424.5 亿元，同比增长 9.1%。截至 2020 年 3 月底，基础设施建设业务未完成合同额 34093.4 亿元，较 2019 年底小幅增长 1.4%。

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，是中国最大的铁路建设承包商，在铁路建设领域居主导地位。

2017—2019 年，公司铁路建设业务分别实现营业收入 2345.57 亿元、2045.83 亿元和 2234.07 亿元。其中 2018 年同比减少 12.78%，主要系上半年受宏观经济发展影响和公司谨慎投资所致，随着国家批复铁路项目的增加，2019 年铁路建设板块收入实现反弹。受益于中国国家铁路集团下属各铁路局和重点铁路公司全年大中型铁路基建项目招标总规模增加，公司铁路业务新签合同额增幅较大，2019 年为 3112.4 亿元，同比增长 22.5%，在 2019

年国内大中型铁路建设市场占有率达 50.5%，继续保持国内第一。截至 2019 年底，公司铁路建设未完合同额 6179.5 亿元，同比增长 10.8%。

2020 年 1—3 月，公司铁路建设业务实现营业收入 394.47 亿元，毛利率为 3.10%；完成新签合同额 564.6 亿元，同比增长 9.1%。

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 16500 公里，其中包括超过 10000 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。

2017—2019 年，公司公路建设业务分别实现营业收入 812.56 亿元、975.12 亿元和 1234.41 亿元，其中 2019 年同比大幅增长 26.59%。2019 年，公司公路建设新签合同额 3090.6 亿元，同比增长 2.5%，其中以投资模式（PPP、BOT 等）获得的公路工程订单同比增幅较大，以施工承包模式获取的公路订单相对减少。截至 2019 年底，公司公路建设业务的未完成合同额 5620.0 亿元，同比增长 9.2%。

2020 年 1—3 月，公司实现公路建设营业收入 238.37 亿元，毛利率为 8.48%，较上年保持稳定；完成新签合同额 736.4 亿元，同比大幅增长 75.3%。

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。公司参建了国内主要城市的城市轨道交通建设，包括深圳、成都、石家庄等。

2017—2019 年，公司市政工程业务分别实现营业收入 2807.67 亿元、3221.16 亿元和

3847.14 亿元，其中 2019 年同比增长 19.43%。2019 年，随着国内城镇化建设的加快和各大城市群建设的推进，公司加大了城市建设市场开发力度，市政及其他业务新签合同额 11743.2 亿元，同比增长 33.6%。其中，市政业务完成新签合同额 4644.9 亿元，同比增长 51.5%；房建业务完成新签 4360.3 亿元，同比增长 75.2%；城市轨道交通业务新签合同额 2014.0 亿元，同比减少 14.8%。截至 2019 年底，公司市政工程和其他建设业务的未完成合同额 19842.3 亿元，同比增长 22.9%。

2020 年 1—3 月，公司实现市政工程业务营业收入 705.37 亿元，毛利率 10.09%。同期，公司市政及其他业务新签合同额 1720.6 亿元，同比小幅下降 2.7%，主要系城市轨道交通项目

新签订单的下降。

在建项目方面，截至 2019 年底，公司境内在建的基建项目共计 4345 个，合同总金额 26210.35 亿元。其中，铁路工程 789 个，合同总金额 7430.54 亿元；公路工程 584 个，合同总金额 4101.12 亿元；市政工程 1036 个，合同总金额 4756.70 亿元；城市轨道交通工程 1031 个，合同总金额 5361.02 亿元。境外在建的基建项目共计 547 个，合同总金额 2866.87 亿元。公司重大在建项目包括杭州地铁 7 号线工程施工总承包、昆明地铁 4 号线、成都天府国际机场高速公路等项目，以轨道交通类项目为主。上述项目总计划投资金额为 1261.45 亿元，已完成投资 609.96 亿元，尚需投入 651.49 亿元。

表 4 截至 2019 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	2019 年底已投资金额	2019 年底已累计确认收入	2019 年投资金额	2019 年确认收入
杭州地铁 7 号线工程施工总承包	建造合同	104.15	939 天	58.86%	58.45	61.31	42.09	44.02
昆明市轨道交通 4 号线 PPP 项目土建工程项目 EPC 总承包框架合同	PPP	148.77	1644 天	89.06%	116.15	132.50	40.66	42.50
G8012 弥勒至楚雄高速公路玉溪至楚雄段工程 PPP 项目	PPP	210.23	1460 天	19.00%	37.13	39.94	37.13	39.94
深圳市城市轨道交通 14 号线主体工程施工承包合同	建造合同	202.50	1678 天	25.56%	49.98	51.76	37.96	39.38
成都天府国际机场高速公路项目工程总承包合同	建造合同	109.02	1278 天	76.00%	70.43	82.86	36.02	39.14
呼和浩特市城市轨道交通 1 号线一期工程政府和社会资本合作（PPP）项目施工总承包合同	PPP	90.71	1732 天	92.06%	78.88	83.51	36.24	38.11
成都轨道交通 9 号线一期工程 PPP 项目	PPP	95.72	1458 天	78.73%	67.35	75.36	31.97	36.18
陕西省旬邑至凤翔、韩城至黄龙高速公路 PPP 项目工程施工总承包合同	PPP	152.81	577 天	26.78%	32.96	40.92	27.13	33.77
银川市圈城乡西线供水工程	建造合同	44.74	1095 天	81.73%	30.96	36.57	28.15	33.59
成都轨道交通 8 号线一期工程投融资建设项目	建造合同	102.80	1461 天	74.03%	67.67	76.10	27.20	30.83
合 计	--	1261.45	--	--	609.96	680.83	344.55	377.46

注：“在建重大项目情况”选取标准为本期确认收入前十大的在建项目

资料来源：公司年报及公司提供

境外业务

公司于 20 世纪 70 年代独立建设了长达 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的建设及相关服务，在国际建筑市场上，公司项目覆盖全球各大洲，其中以亚洲和非洲地区项目居多。2017–2019 年，公司采取积极稳妥的海外发展战略，海外业务实现收入逐年增长，分别为 416.81 亿元、428.61 亿元和 449.67 亿元。截至 2019 年底，公司参建的中（国）老（挝）

铁路、印尼雅万高铁、孟加拉国帕德玛大桥等项目建设有序进行。公司拥有较丰富的发展中国家工程承包项目运作经验，但海外市场的政治、经济环境存在一定的不稳定性，施工项目的正常推进和项目回款可能会受到影响。

（2）其他业务

其他主营业务围绕基建建设展开，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，公司勘察设计咨询、工程设备和零部件制造、房地产开发业务保持较好发展态势。

勘察设计咨询业务

公司勘察设计咨询业务涵盖研究、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。在 2019 年 ENR 全球 150 家最大设计企业和 225 家最大国际设计企业排名中，公司分别位列第 20 位和 94 位。

2017—2019 年，公司勘察设计咨询业务分别实现营业收入 129.71 亿元、146.10 亿元和 161.72 亿元，其中 2019 年同比增长 10.69%，毛利率 27.45%，较上年略有下降，主要系人工成本和委外成本增加所致。2020 年 1—3 月，公司勘察设计咨询业务实现收入 37.29 亿元，毛利率为 24.08%。

2017—2019 年，公司勘察设计咨询业务新签合同额分别为 216.9 亿元、221.1 亿元和 288.1 亿元。其中，2019 年同比大幅增长 30.3%，主要为承揽的境外勘察设计业务

增长。截至 2019 年底，公司勘察设计与咨询服务业务的未完成合同额 546.0 亿元，较 2018 年底增长 32.0%。2019 年，公司参与的举世瞩目的川藏铁路勘察设计工作紧张有序推进，参与勘察设计的孟加拉帕德玛大桥铁路连接线项目开工建设，参与设计、施工的世界最长的跨海大桥——港珠澳大桥正式通车。

2020 年 1—3 月，公司勘察设计与咨询服务业务新签合同额 49.2 亿元，同比减少 32.7%，主要是受新冠疫情影响所致。截至 2020 年 3 月底，公司勘察设计与咨询服务业务未完成合同额 564.4 亿元，较上年底增长 3.4%。

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的设计、研发、制造与销售。公司在大型钢结构桥梁的市场占有率超过 60%；在技术壁垒较高的高速道岔（250km/h 以上）业务市场占有率约 65%；公司作为亚洲最大、世界第二的盾构研发制造商，在隧道施工装备及相关服务业务市场占有率连续多年保持国内第一，在 2017—2019 连续三年保持产销量世界第一，2019 年销售盾构/TBM109 台，再制造盾构 91 台，生产制造盾构/TBM109 台。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、意大利、丹麦和法国等 20 个国家和地区。

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，以及盾构加工制造、租赁及分包掘进等业务的持续稳步提升，2017—2019 年公司工程设备和零部件制造业务实现收入逐年增长，分别为 136.26 亿元、150.00 亿元和 169.74 亿元。其中 2019 年同比增长 13.16%；毛利率为 23.84%，与上年基本持平。2020 年 1—3 月，该业务实现营业收入 41.91 亿元；毛利率为 22.24%，同比小幅下降。

2017—2019 年,公司工程设备和零部件制造业务新签合同额呈增长趋势,分别为 326.8 亿元、368 亿元和 420.9 亿元。截至 2019 年底,公司工程设备和零部件制造业务的未完成合同额 541.6 亿元,较 2018 年底增长 35.1%。2020 年 1—3 月,该业务新签合同额 84.9 亿元,同比增长 32.4%。截至 2020 年 3 月底,公司工程设备与零部件制造业务未完成合同额 577.4 亿元,较上年底增长 6.6%。

房地产开发业务

公司房地产开发业务包括土地一级开发和房地产二级开发。公司是国资委认定以房地产开发为主业的 16 家中央企业之一。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。开发项目以西南区域、长江中游区域、山东半岛区域、京津冀区域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,近年来该板块业务快速发展。

2017—2019 年,公司房地产开发业务分别实现营业收入 303.52 亿元、433.24 亿元和 430.31 亿元。其中,2019 年该业务收入规模同比略有下降;毛利率为 29.16%,较上年增加 4.53 个百分点。2020 年 1—3 月,公司房地产开发业务实现收入 43.43 亿元,同比下降 10.92%;毛利率为 34.41%,同比上升 9.11 个百分点。

2019 年,公司共有房地产二级开发项目 204 个项目,分布在北京、上海、广州和深圳等 50 个城市。2019 年,公司房地产开发业务销售金额 696.8 亿元,同比增长 31.4%;销售面积 503 万平方米,同比增长 16.4%;开工面积 807 万平方米,同比增长 62.4%;竣工面积 315 万平方米,同比下降 24.1%。截至 2019 年底,公司在建房地产项目占地面积 4123 万平方米,待开发的土地储备面积 1687.6 万平

方米,待开发规划建筑面积 3004.12 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。2017—2019 年,公司其他主营业务分别实现收入 318.23 亿元、352.00 亿元和 348.02 亿元。其中,2019 年同比小幅下降 1.13%,主要系物资贸易业务收入下降所致;毛利率为 17.23%,较上年小幅下降 2.18 个百分点。具体来看,2019 年,PPP(BOT)运营业务实现收入 29.91 亿元,同比增长 3.64%,毛利率为 47.71%;矿产资源业务实现收入 54.63 亿元,同比增长 11.60%,毛利率为 47.36%;物资贸易业务实现收入 161.92 亿元,同比下降 8.40%,毛利率为 6.03%;金融业务实现收入 24.44 亿元,同比下降 10.23%,毛利率为 80.22%。

截至 2019 年底,公司 PPP(BOT)运营项目 37 个,主要包括轨道交通、高速公路、水务、市政道路、产业园区、地下管廊等类型,运营期均在 8 至 25 年之间。其中公司运营的 11 条高速公路总里程达 952 公里,是公司 PPP(BOT)运营业务收入的主要来源。2019 年 12 月公司转让了持有该 11 条高速公路运营资产的三级子公司-广西中铁交通高速公路管理有限公司(以下简称“广西中铁高速”)51%的股权,购买方为招商局公路网络科技控股股份有限公司,公司仍持有广西中铁高速 49%的股权,但不再纳入合并范围,未来短期内该部分运营业务收入将减少,但随着公司承揽的其他 PPP(BOT)投资类项目相继建成进入运营期,公司 PPP(BOT)运营业务收入及利润将逐步增加。

2020 年 1—3 月,公司其他主营业务实现收入 109.63 亿元,毛利率为 18.68%。

3. 经营效率

公司应收账款周转能力较强,存货周转能

力较高，整体经营效率较高。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数持续增长，分别为 4.81 次、6.03 次和 7.86 次，整体维持在较高水平。

2017—2019 年，公司存货周转次数快速增长，分别为 3.55 次、4.54 次和 4.20 次。

2017—2019 年，公司总资产周转次数保持相对稳定，分别为 0.87 次、0.83 次和 0.85 次。

4. 未来发展

公司 2020 年将继续坚持“十三五”发展战略，进一步推动质量变革、效率变革、动力变革，把握重要战略机遇期，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。

2020 年公司继续将提质增效作为“十三五”发展的总体战略，努力做强做优做大。基建建设板块是公司的传统核心业务，是公司生存与发展的基础，要主动对接参与雄安新区规划建设、支持粤港澳大湾区建设、支持海南全面深化改革开放、促进长三角区域一体化发展等重大战略部署，系统对照创新驱动发展、区域协调发展、军民融合发展、京津冀协同发展等重大战略，积极参与人工智能、工业互联网、物联网、灯联网、智慧城市等新型基础设施建设，推动基建领域增项升级，同时，聚焦铁路、公路、机场、水运水利、能源环保、民生建设等九大领域补短板，继续巩固基础设施建设业务支柱地位，创新经营模式和经营机制，不断增强企业竞争力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 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，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2017 年公司通过收购方式新增子公司 1 家；2018 年公司通过增资收购方式新增子公司 5 家；2019 年公司通过收购方式新增子公司 2 家，通过股权转让的方式处置子公司 1 家。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的二级子公司合计 45 家。2020 年一季度，公司合并范围无变化。整体看，公司近年来新纳入合并范围的子公司规模均较小，财务数据可比性较强。

从会计政策变更看，财政部于 2017 年颁布了修订后的企业会计准则：《企业会计准则第 14 号——收入》（以下简称“新收入准则”），以及《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》等（以下合称“新金融工具准则”），并于 2018 年、2019 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）及其解读和《关于修订印发 2018 年度合并财务报表格式的通知》（财会〔2019〕1 号）（以下合称“通知”），公司自 2018 年 1 月 1 日起采用上述企业会计准则和通知编制报表，2017 年报数据未重列。上述调整对财务数据的可比性和连续性有所影响，故将 2018 年期初数作为 2017 年财务数据并重点分析最近两年一期的财务数据。

2. 资产质量

公司资产规模稳步增长，资产构成以流动资产为主；受行业经营特点影响，应收账款、合同资产和存货占比较大，对资产流动性存在一定影响；公司货币资金较为充裕，资产质量较好。

2017—2019 年，公司资产总额稳步增长，年均复合增长 11.75%。截至 2019 年底，公司资产总额 10561.86 亿元，较上年底增长 12.04%，主要系货币资金、存货、长期股权投资及其他非流动资产的增长所致，资产结构仍以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1303.92	15.45	1344.76	14.27	1581.58	14.97	1356.84	12.39
应收账款及应收票据	1361.81	16.10	1094.90	11.61	1070.04	10.13	1148.31	10.49
合同资产	1145.25	13.54	1092.46	11.59	1159.29	10.98	1237.12	11.30
存货	1277.38	15.10	1652.41	17.53	1997.39	18.91	2187.57	19.98
流动资产	6416.29	75.87	6516.82	69.13	7095.30	67.18	7283.09	66.53
长期股权投资	211.66	2.50	354.33	3.76	600.27	5.68	615.27	5.62
固定资产	523.77	6.19	558.74	5.93	605.48	5.73	615.13	5.62
无形资产	507.66	6.00	602.33	6.39	398.94	3.78	485.21	4.43
其他非流动资产	292.79	3.46	739.70	7.85	939.27	8.89	970.14	8.86
非流动资产	2040.94	24.13	2909.94	30.87	3466.55	32.82	3664.10	33.47
资产总额	8457.23	100.00	9426.76	100.00	10561.86	100.00	10947.18	100.00

注：公司2020年一季度财务数据未经审计；2017年财务数据系2018年年初数
 资料来源：公司年报及一季报

2017—2019 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 5.16%。截至 2019 年底，公司流动资产 7095.30 亿元，较上年底增长 8.88%，构成以货币资金、应收账款、合同资产和存货为主。

截至 2019 年底，公司货币资金 1581.58 亿元，较上年底增长 17.61%，其中使用受限的货币资金为 199.73 亿元，主要为保证金、存放中央银行法定准备金和到期日为三个月以上的定期存款。

2017—2019 年，公司应收票据及应收账款年均复合下降 11.36%。截至 2019 年底，公司应收票据及应收账款合计 1070.04 亿元，较上年底略有下降。其中应收票据 32.92 亿元，应收账款 1037.12 亿元。应收账款中 1 年以内的占比为 78.64%、1~2 年占比为 11.30%，账龄较短；前五名应收对象合计占比 22.73%，集中度不大；另外应收账款累计计提坏账准备 60.61 亿元（其中 2019 年计提坏账准备 20.86 亿元，较上年度略有增加，当年收回或转回坏账准备 7.87 亿元）。

2017—2019 年，公司预付款项年均复合下降 2.54%。截至 2019 年底，公司预付款项 277.16 亿元，主要系预付的分包款和材料款，其中一年以内的占比为 88%，账龄极短；预付款项前五名预付对象合计占比 18%，集中度不高。

2017—2019 年，公司其他应收款年均复合

增长 4.06%。截至 2019 年底，公司其他应收款 335.88 亿元，同比增长 10.07%。公司其他应收款由应收其他代垫款（占 36.66%）、保证金（占 35.73%）、押金（占 7.31%）和应收股权转让款（占 7.15%）等构成。截至 2019 年底，公司已累计计提坏账准备 141.93 亿元（其中 2019 年当年计提坏账准备 10.82 亿元，当年收回或转回坏账准备 6.30 亿元）；其他应收款前五名应收对象合计占比 14.98%，集中度一般。

2017—2019 年，公司存货年均复合增长 25.05%。截至 2018 年底，公司存货 1652.41 亿元，较上年底增长 29.36%，主要系房地产开发成本等增长所致。截至 2019 年底，公司存货 1997.39 亿元，较上年底增长 20.88%。从构成上看，存货主要系房地产开发成本（占 66.98%）、房地产开发产品（占 12.53%）和原材料（占 8.63%）为主；截至 2019 年底，存货累计计提跌价准备 19.18 亿元。

公司合同资产系由基础设施建设项目、土地一级开发项目、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构成，列示于“合同资产”“一年期内到期的非流动资产”和“其他非流动资产”三个科目。截至 2019 年底，三个科目下的合同资产账面余额合计 2326.40 亿元，已计提减值准备 17.20 亿元。其中，列示于“合同资产”的账面余额 1159.29 亿元，93.51%系基础设施建设项目，

已计提减值准备 8.26 亿元，账面价值 1084.03 亿元。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动资产年均复合下降 20.46%。截至 2019 年底，一年内到期的非流动资产合计 227.85 亿元，较上年底增长 7.09%。从构成上看，主要包含一年内到期的合同资产 143.04 亿元、一年内到期的债权投资 45.17 亿元和一年内到期的长期应收款 45.47 亿元。

2017—2019 年，公司其他流动资产不断增长，年均复合增长 10.15%。截至 2019 年底，公司其他流动资产 387.78 亿元，较上年底增长 9.15%，主要由待结算进项税和预缴税金等构成。

2017—2019 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 30.33%。截至 2019 年底，公司非流动资产 3466.55 亿元，较上年底大幅增长 19.13%，构成以其他非流动资产、固定资产、长期股权投资和无形资产为主。

2017—2019 年，公司债权投资快速增长，年均复合增长 77.72%。截至 2019 年底，公司债权投资 139.29 亿元，较上年底增长 11.66%，主要为长期贷款及应收借款等债权性投资。累计已计提减值准备 3.53 亿元，前五名被投资单位的债权投资占总债权投资的 37.67%，集中度一般。

2017—2019 年，公司长期应收款不断增长，年均复合增长 58.71%。截至 2019 年底，公司长期应收款 285.56 亿元，较上年底的 119.54 亿元大幅增加，主要为应收 PPP、BOT 等投资类项目工程款的增长。

2017—2019 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 68.41%。截至 2019 年底，公司长期股权投资 600.27 亿元，较上年底大幅增长 69.41%，主要系公司对合营企业及联营的追加投资和收益确认所致。其中包含公司对合营企业广西中铁高速追加投资 39.20 亿元、对昆明轨道交通四号线土建项目建设管理有限公司投资 14.87 亿元以及对联营企业云南省滇

中引水工程有限公司投资 52.36 亿元等。

2017—2019 年，公司固定资产净额年均复合增长 7.53%。截至 2019 年底，固定资产账面净值 605.48 亿元，较上年底增长 8.37%，主要为施工设备和房屋；累计计提折旧 598.16 亿元，计提减值准备 2.25 亿元。

2017—2019 年，公司无形资产年均复合下降 11.35%。公司无形资产主要包括特许经营权、土地使用权和矿权。截至 2019 年底，无形资产账面价值 398.94 亿元，较上年底大幅下降 33.77%，主要系公司将三级子公司广西中铁高速 51%的股权转让给招商局公路网络科技控股股份有限公司而减少的公路特许经营权。截至 2019 年底，无形资产累计摊销 45.30 亿元。

2017—2019 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 79.11%。截至 2019 年底，其他非流动资产合计 939.27 亿元，较上年底增长 26.98%，构成上 94.43%为合同资产。

资产受限方面，2019 年底，公司受限资产为 1068.32 亿元，占资产比重为 10.11%，受限比例较低。其中货币资金 199.73 亿元，系保证金、存放中央银行准备金和到期日为三个月以上的定期存款等；应收账款及应收票据 5.85 亿元，存货 336.37 亿元，合同资产 269.26 亿元，长期应收款 39.06 亿元，固定资产 0.03 亿元，无形资产 218.02 亿元，以上均用于借款抵押。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 10947.18 亿元，较 2019 年底小幅增长 3.65%。资产构成主要仍以流动资产为主（占 66.53%），资产结构保持稳定。其中货币资金 1356.84 亿元，较 2019 年底下降 14.21%，主要由于元旦、春节期间集中支付工程款、劳务款和材料款，以及土地储备支出款增长所致。存货 2187.57 亿元，较 2019 年底增长 9.52%，主要系房地产项目存货有一定幅度增加以及原材料储备的增加。合同资产较上年底增长 6.71%至 1237.12 亿元，系基础设施建设项目投入的增加。应收账款 1097.38 亿元，较 2019 年底增长 5.81%，

主要系随着企业经营规模扩大应收工程款增加所致。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益持续增长，但其他权益工具和未分配利润合计占比较大，所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益合计快速增长，年均复合增长 19.89%。截至 2019 年底，公司所有者权益 2454.75 亿元，较上年底增长 10.50%，主要系实收资本、资本公积和留存收益的增加。2019 年 9 月，公司通过非公开发行股票购买资产，一方面使实收资本增加

17.27 亿元至 245.71 亿元；另一方面，股本溢价使资本公积增加 80.14 亿元。此外，子公司中铁交通因按照应享有的份额确认其合营企业延缓高速承接项目所取得的国家资本金投入产生的资本公积增加 9.24 亿元以及子公司中铁二局处置所持中铁工业股票等增加资本公积 2.03 亿元，截至 2019 年底，公司资本公积为 554.56 亿元。截至 2019 年底，公司其他权益工具 315.35 亿元，仍为公司发行的永续期公司债券和永续中票。公司所有者权益中，其他权益工具和未分配利润合计占比 52.64%，占比较大，所有者权益稳定性一般。

表6 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股本	228.44	13.38	228.44	10.28	245.71	10.01	245.71	9.51
其他权益工具（永续债）	119.40	6.99	319.31	14.37	315.35	12.85	278.91	10.79
资本公积	440.58	25.80	463.71	20.87	554.56	22.59	554.32	21.45
未分配利润	675.03	39.53	800.62	36.04	976.66	39.79	1009.22	39.06
归属于母公司权益	1564.38	91.61	1917.82	86.33	2214.58	90.22	2211.49	85.59
少数股东权益	143.34	8.39	303.62	13.67	240.17	9.78	372.30	14.41
所有者权益合计	1707.73	100.00	2221.44	100.00	2454.75	100.00	2583.79	100.00

注：公司2020年一季度财务数据未经审计；2017年财务数据系2018年年初数
资料来源：公司年报及一季报

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 2583.79 亿元，较 2019 年底增长 5.26%，主要来源于少数股东权益及未分配利润的增加。

公司负债规模持续增长，以流动负债为主；债务结构中短期债务占比相对更高，公司

整体债务规模大且持续增长。

2017—2019 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 9.60%。截至 2019 年底，公司负债合计 8107.11 亿元，较上年底增长 12.52%；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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	544.70	8.07	726.56	10.08	742.54	9.16	1069.72	12.79
应付票据及应付账款	3300.38	48.9	3438.01	47.71	3532.57	43.58	3300.22	39.46
其他应付款	503.99	7.47	573.35	7.96	692.13	8.54	739.84	8.85
合同负债	844.36	12.51	919.99	12.77	1103.70	13.61	1161.14	13.88
流动负债	5793.5	85.84	6224.61	86.39	6760.34	83.39	6895.55	82.45
长期借款	530.23	7.86	560.31	7.78	750.48	9.26	881.47	10.54

应付债券	305.33	4.52	279.95	3.89	383.14	4.73	384.80	4.60
非流动负债	956.00	14.16	980.71	13.61	1346.77	16.61	1467.85	17.55
负债总额	6749.50	100.00	7205.32	100.00	8107.11	100.00	8363.39	100.00

注：公司2020年一季度财务数据未经审计；2017年财务数据系2018年年初数
 资料来源：公司年报及一季报

2017—2019年，公司流动负债不断增长，年均复合增长8.02%。截至2019年底，公司流动负债6760.34亿元，较上年底增长8.61%，构成主要为应付款项、短期借款和合同负债。

2017—2019年，公司短期借款年均复合增长16.76%。截至2019年底，公司短期借款742.54亿元，较上年底小幅增长2.20%，主要为信用借款。

2017—2019年，公司应付票据及应付账款年均复合增长3.46%。截至2019年底，公司应付票据657.18亿元，较上年底增长12.25%，包含536.60亿元银行承兑汇票和120.59亿元商业承兑汇票；应付账款2875.39亿元，主要为应付材料采购款、应付劳务费和工程进度款等。

2017—2019年，公司其他应付款有所增长，年均复合增长18.90%。截至2019年底，公司其他应付款692.13亿元，较上年底增长22.72%，主要由保证金（占29.92%）和应付代垫款项（占22.96%）构成。

2017—2019年，公司合同负债年均复合增长14.33%。截至2019年底，公司合同负债1103.70亿元，主要包含预收售楼款（占33.49%）、预收工程款（占33.38%）和已结算未完工款（占22.17%）。其中，预收售楼款1年以内占比94%，1~2年占比6%。

2017—2019年，公司非流动负债年均复合增长18.69%。截至2019年底，公司非流动负债合计1346.77亿元，较上年底大幅增长37.33%，主要系长期借款和应付债券的增加。

2017—2019年，公司长期借款年均复合增长18.97%。截至2019年底，公司长期借款750.48亿元，较上年底增长33.94%，以信用借款和质押借款为主。公司长期应付款主要为应付质保金，其中有部分融资租赁款为有息债务，但规模较小。

2017—2019年，公司应付债券年均复合增长12.02%。截至2019年底，公司应付债券383.14亿元，较上年底增长36.86%，主要为公司及下属子公司于近年发行的公司债、中期票据等。其中2020年到期金额占18.22%，2021年到期金额占17.53%，2022年到期金额占24.65%，2023年及以后占39.60%，整体到期偿付时间较为分散，集中还款压力不大。

截至2020年3月底，公司负债总额8363.39亿元，较上年底增长3.16%，主要为短期借款、合同负债和长期借款的增长。其中流动负债占82.45%，非流动负债占17.55%，负债结构较上年底变化不大。其中，公司短期借款1069.72亿元，较上年底大幅增长44.06%，主要系公司为补充流动性资金需求，当期较多采用融资成本较低的短期借款开展外部融资所致；合同负债1161.14亿元，较上年底增长5.20%；长期借款881.47亿元，较上年底增长17.45%，主要为信用借款的增加。

从债务规模来看，截至2019年底，公司全部债务2861.32亿元，较上年底增长18.81%，其中短期债务占60.38%。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小幅增至76.76%、53.82%和31.59%。截至2020年3月底，公司全部债务规模持续增长至3263.23亿元，债务结构变化不大；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为76.40%、55.81%和32.89%。公司整体债务规模大且持续增长，债务负担较重。考虑到公司所有权益中其他权益工具规模较大，公司实际债务负担和指标高于上述测算值。有息债务到期分布方面，2020—2021年，公司每年待偿债务规模均在2000亿元左右，考虑到公司货币资金规模较大，公司集中偿付压力尚可。

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;期间费用控制能力有所提升;整体盈利水平好。

2017—2019年,公司营业总收入持续增长,年均复合增长10.78%。2019年,受益于公路、市政建设带动的基建建设收入增长,公司实现营业总收入8508.84亿元,同比增长14.92%;营业成本为7655.76亿元,同比增长15.18%。成本增速与收入增速基本一致,公司营业利润率与上年基本持平,为9.13%。

2017—2019年,公司期间费用快速增长,年均复合增长15.44%。2019年,公司期间费用491.19亿元,同比增长10.15%,构成以管理费用和研发费用为主。其中,销售费用同比增长30.20%,系公司加大营销投入力度所致;管理费用同比增长7.11%,系职工薪酬随效益提升增长所致;财务费用同比下降15.60%,主要系资本化利息规模增加所致。同期,公司期间费用率为5.77%,同比下降0.25个百分点,期间费用控制能力有所提升。

2018—2019年,公司信用减值损失分别为74.84亿元和45.07亿元,以应收账款和债权投资减值损失为主。

投资收益方面,2018年,公司实现投资收益47.34亿元,同比增长132.07%,主要为权益法核算的长期股权投资收益16.16亿元和债券持有期间的利息收入9.04亿元。2019年,公司实现投资收益57.09亿元,同比增长20.60%,主要为处置三级子公司广西中铁高速产生的投资收益49.61亿元。

2017—2019年,公司其他收益快速增长,主要系企业扶持补助、拆迁补偿、岗位补贴等政府补助。

2017—2019年,公司分别实现利润总额195.44亿元、227.11亿元和313.32亿元,非经营性损益对利润有一定贡献。

从盈利指标看,2017—2019年公司总资本收益率和净资产收益率整体呈上升趋势。2019

年公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.78%和10.34%,整体看,公司盈利能力好。

2020年1—3月,公司实现营业总收入1570.46亿元,实现利润总额48.96亿元;同期营业利润率为8.63%。

5. 现金流分析

近年来,随着业务扩张,公司经营活动现金流持续大额净流入,收入实现质量好,但受疫情影响,2020年一季度经营活动现金流呈现净流出状态;随着PPP项目等对外投资规模的增加,投资活动现金持续净流出;外部融资力度呈增长态势。

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。2017—2019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12.84%,主要系营业总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在98%以上;2017—2019年,公司经营活动现金流出呈增长态势,年均复合增长14.08%,其中购买商品、接受劳务支付的现金占比在84%左右。2017—2019年,公司经营活动现金流持续大额净流入,近三年分别为332.20亿元、119.62亿元和221.98亿元。2017—2019年,公司现金收入比分别为105.82%、112.96%和109.85%,收入实现质量好。

表8 公司现金流情况(单位:亿元)

名称	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
经营活动现金流入	7469.43	8485.26	9510.42	1774.86
经营活动现金流出	7137.23	8365.64	9288.44	2163.32
经营活动产生的现金流量净额	332.20	119.62	221.98	-388.47
投资活动现金流入	185.16	184.67	158.55	43.43
投资活动现金流出	509.42	578.00	560.36	157.43
投资活动产生的现金流量净额	-324.26	-393.33	-401.81	-114.00
筹资活动现金流入	928.15	1568.72	1822.22	550.65
筹资活动现金流出	912.68	1289.65	1440.05	174.58

筹资活动产生的现金流量净额	15.47	279.07	382.17	376.07
---------------	-------	--------	--------	--------

资料来源：公司审计报告及2020年一季度报

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入规模相对较小，主要为理财产品的收回、投资收益等收到的现金；投资活动现金流出主要是公司固定资产购建、PPP项目等对外投资支出以及购买子公司少数股东股权和支付融资租赁款等方面的支出。近年来，公司投资活动现金缺口持续较大。

公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，另外还包括发行的永续债、吸收少数股东投资收到的现金。筹资活动现金流出额以偿还债务本息支出为主。整体看，2017—2019年，公司外部融资力度逐年增长。

2020年1—3月，受疫情影响，公司房地产销售放缓，经营活动现金流入规模有所收缩，经营活动现金流呈净流出状态。同期，公司投资活动现金流持续净流出，公司筹资活动前现金流缺口有所扩大，公司融资力度进一步增加。

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，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率有所下滑，分别为110.75%、104.69%和104.95%；公司速动比率分别为88.70%、78.15%和75.41%。截至2020年3月底，上述两项指标分别为105.62%和73.90%。由于公司流动负债规模较大，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖程度较弱，2019年公司经营现金流动负债比仍较小，为3.28%。2017—2019年及2020年3月底，公司现金短期债务比分别为1.19倍、0.91倍、0.97倍和0.73倍。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，且流动负债中合同负债无需实际偿付，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年公

司EBITDA持续增长，分别为325.24亿元、377.49亿元和464.98亿元。2019年公司EBITDA主要由利润总额（占67.38%）、计入财务费用的利息支出（占11.48%）、折旧（占16.94%）和摊销（占4.19%）构成。2019年，公司全部债务/EBITDA小幅降至6.15倍；EBITDA利息倍数小幅下降至4.40倍，公司长期偿债能力强。

截至2020年3月底，公司对外提供的担保余额101.34亿元，相当于公司2019年底所有者权益的3.92%，公司担保比率低，或有负债风险小。

截至2020年3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18847.24亿元，其中未使用授信额度10025.20亿元，公司间接融资渠道通畅。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。

整体看，考虑到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，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务状况

母公司资产总额占合并口径的比重不大，所有者权益占合并口径的比重较高，稳定性一般，整体债务负担较轻，营业总收入占合并口径的比重很低。

2017—2019年，母公司资产总额不断增长，年均复合增长14.35%。截至2019年底，母公司资产总额3529.98亿元，占合并口径的比重为33.42%，占比不大；资产总额较上年底增长7.15%，主要系其他流动资产和长期股权投资增长所致。其中，流动资产占38.56%，主要构成为货币资金380.28亿元、应收账款97.66亿元和其他流动资产212.03亿元（短期贷款及应收款项）；非流动资产占61.44%，主要构成为长期股权投资2063.72亿元。截至2020年3月底，母公司资产总额3585.56亿元，较上年底小幅增长1.57%。

2017—2019年，母公司所有者权益快速增

长, 年均复合增长15.85%。截至2019年底, 母公司所有者权益合计1833.64亿元, 占合并口径的比重为74.70%, 占比较高; 所有者权益较上年底增长11.86%, 主要系资本公积以及未分配利润增长所致。其中, 实收资本占13.40%, 资本公积占33.19%, 未分配利润占31.35%, 其他权益工具占17.20%。截至2020年3月底, 母公司所有者权益1800.06亿元, 较上年底小幅下降1.83%, 主要系母公司赎回部分永续债券导致其他权益工具下降所致。母公司未分配利润和其他权益工具占比较大, 所有者权益稳定性一般。

2017—2019年, 母公司负债总额逐年增长, 年均复合增长12.80%。截至2019年底, 母公司负债合计1696.33亿元, 占合并口径的比重为20.92%, 较上年底小幅增长2.49%。其中, 流动负债占81.06%, 主要构成为短期借款131.60亿元、应付账款210.64亿元和其他应付款793.73亿元; 非流动负债占18.94%, 主要构成为应付债券278.91亿元。截至2019年底, 母公司全部债务515.70亿元, 其中短期债务236.72亿元, 全部债务资本化比率21.95%, 债务负担较轻。截至2020年3月底, 母公司负债总额1785.51亿元, 较上年底增长5.26%, 主要为长期应付款的增加。

2017—2019年, 母公司营业总收入实现快速增长, 年均复合增长20.14%。2019年, 母公司实现营业总收入554.07亿元, 占合并口径的比重为6.51%, 占比很低; 利润总额137.74亿元。2020年1—3月, 母公司实现营业总收入89.46亿元, 实现利润总额8.19亿元。

整体看, 母公司资产以非流动资产为主, 未分配利润和其他权益工具占比较大, 所有者权益稳定性一般, 债务负担较轻。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据拟发行金额上限为30.00亿元, 对公司现有债务影响小, 公司经营活动现

金流入量和EBITDA对本期中期票据覆盖程度很强。

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金额上限为30亿元, 分别相当于2019年底公司长期债务和全部债务的2.65%和1.05%, 对公司现有债务影响小。

2019年底, 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76.76%、53.82%和31.59%; 以公司2019年底报表财务数据为基础, 不考虑其他因素, 预计本期中期票据发行后(按本期中期票据拟发行金额上限测算), 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将分别上升至76.82%、54.08%和32.16%, 公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司本部及下属子公司的有息负债, 本期中期票据发行后, 公司债务指标将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019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金额上限的248.98倍、282.84倍和317.01倍; 同期, 公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额上限的13.25倍、15.24倍和18.32倍; 公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行金额上限的11.07倍、3.99倍和7.40倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据覆盖程度很强。

集中兑付方面, 若本期中期票据于2020年发行, 并于第3年末全部行权, 且按本期中期票据拟发行金额上限测算, 公司本部将于2023年兑付本期中期票据本金30.00亿元。以2020年8月底数据测算, 若公司均在首次行权日进行赎回或投资者均在首次回售日进行提前回售, 公司本部将于2023年兑付债券本金合计279亿元。公司2017—2019年经营活动现金流入量分别为2023年需偿还债券本金合计金额的30.00倍、34.08倍和38.19倍,

保障能力很强。

十、结论

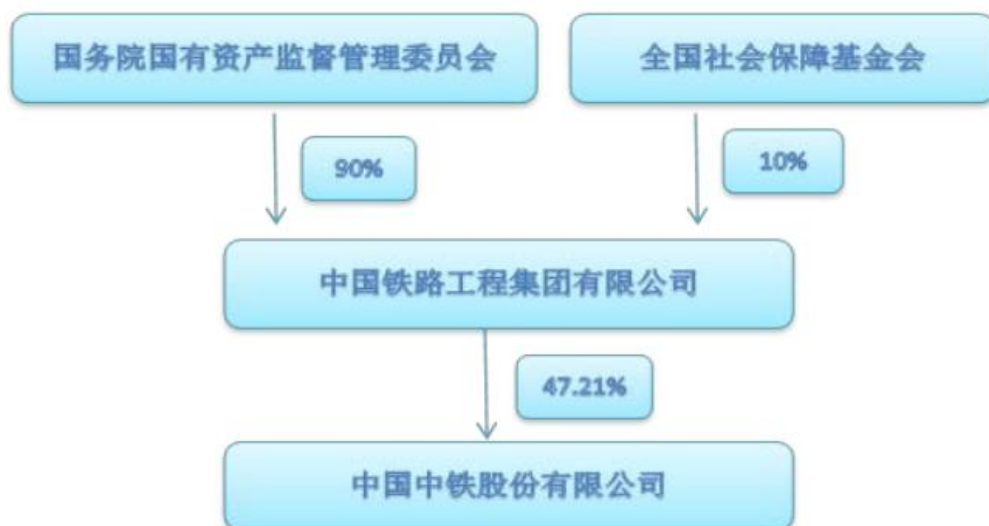
中国中铁是全球最大的多功能综合型建设集团之一，在中国建筑行业占主导地位；在股东背景、资产规模、行业地位、品牌、专业技术水平、资质等方面具备显著优势。近年来，基建市场整体保持增长，公司在手订单充足，基建业务持续扩大，营业总收入及利润总额规模大且稳步增长。同时，联合资信也关注到应收账款、合同资产和存货占比较大，对资产流动性存在一定影响，以及公司债务规模大且持续增长等因素对经营带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响小，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很强。同时，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，且清偿顺序列于公司普通债务之后。联合资信通过对相关条款的分析认为，本期中期票据赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小、递延支付利息可能性小。

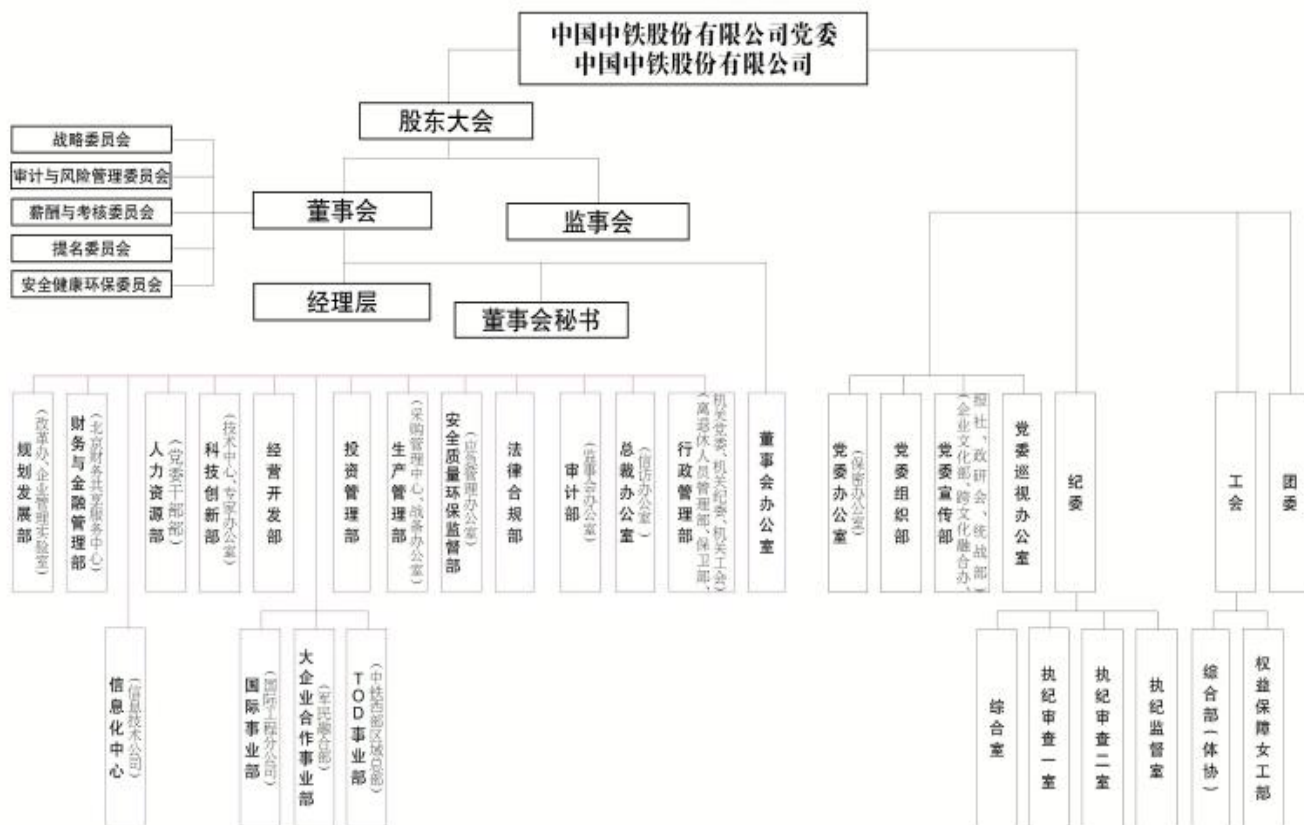
在基建支持政策持续加码背景下，基建投资增速有望企稳。公司目前项目储备充足，未来随着储备项目的推进，公司业务及资产规模有望进一步扩大。

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，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
中铁一局集团有限公司	中国	西安	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁二局集团有限公司	中国	成都	铁路、公路、市政	74.68	-	同一控制下企业合并取得
中铁三局集团有限公司	中国	太原	铁路、公路、市政	70.62	-	同一控制下企业合并取得
中铁四局集团有限公司	中国	合肥	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁五局集团有限公司	中国	贵阳	铁路、公路、市政	73.02	-	同一控制下企业合并取得
中铁六局集团有限公司	中国	北京	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁七局集团有限公司	中国	郑州	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁八局集团有限公司	中国	成都	铁路、公路、市政	76.19	-	同一控制下企业合并取得
中铁九局集团有限公司	中国	沈阳	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁十局集团有限公司	中国	济南	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁大桥局集团有限公司	中国	武汉	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁隧道局集团有限公司	中国	广州	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁电气化局集团有限公司	中国	北京	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁武汉电气化局集团有限公司	中国	武汉	铁路、公路、市政	83.00	17.00	同一控制下企业合并取得
中铁建工集团有限公司	中国	北京	铁路、公路、市政、房地产开发	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁广州工程局集团有限公司	中国	广州	铁路、公路、市政	100.00	-	设立或投资成立
中铁北京工程局集团有限公司	中国	北京	铁路、公路、市政	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁上海工程局集团有限公司	中国	上海	铁路、公路、市政	100.00	-	设立或投资成立
中铁国际集团有限公司	海外	北京	铁路、公路、市政	100.00	-	设立或投资成立
中铁二院工程集团有限责任公司	中国	成都	勘察、设计、监理咨询	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁第六勘察设计院集团有限公司	中国	天津	勘察、设计、监理咨询	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁工程设计咨询集团有限公司	中国	北京	勘察、设计、监理咨询	70.00	-	设立或投资成立
中铁大桥勘测设计院集团有限公司	中国	武汉	勘察、设计、监理咨询	65.00	35.00	同一控制下企业合并取得
中铁科学研究院有限公司	中国	成都	勘察、设计、监理咨询	100.00	-	设立或投资成立
中铁华铁工程设计集团有限公司	中国	北京	勘察、设计、监理咨询	100.00	-	设立或投资成立
中铁置业集团有限公司	中国	北京	房地产开发	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁信托有限责任公司	中国	成都	金融信托与管理	79.00	14.00	同一控制下企业合并取得
中铁资源集团有限公司	中国	北京	矿产资源开发	100.00	-	设立或投资成立
中铁物资集团有限公司	中国	北京	物资贸易	100.00	-	设立或投资成立
中铁财务有限责任公司	中国	北京	综合金融服务	95.00	-	设立或投资成立
中铁交通投资集团有限公司	中国	南宁	高速公路建造经营	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁南方投资集团有限公司	中国	深圳	项目建设与资产管理	100.00	-	设立或投资成立
中铁投资集团有限公司	中国	北京	项目建设与资产管理	100.00	-	设立或投资成立
中铁开发投资集团有限公司	中国	昆明	项目建设与资产管理	100.00	-	设立或投资成立
中铁城市发展投资集团有限公司	中国	成都	项目建设与资产管理	100.00	-	设立或投资成立
中铁贵阳投资发展有限公司	中国	贵阳	项目建设与资产管理	55.00	45.00	设立或投资成立
中铁人才交流咨询有限责任公司	中国	北京	人才信息网络服务	100.00	-	同一控制下企业合并取得
中铁文化旅游投资集团有限公司	中国	贵阳	旅游、体育、文化项目投资、开发、经营	100.00	-	设立或投资成立
中铁东方国际集团有限公司	马来西亚	马来西亚	项目建设与房地产开发	100.00	-	设立或投资成立
中铁(上海)投资集团有限公司	中国	上海	项目建设与资产管理	100.00	-	设立或投资成立
中铁资本有限公司	中国	北京	资产管理	100.00	-	设立或投资成立
铁工(香港)财资管理有限公司	香港	香港	资产管理	100.00	-	设立或投资成立
中铁高新工业股份有限公司	中国	北京	工业制造	20.55	31.58	同一控制下企业合并取得/资产重组
中铁二局建设有限公司	中国	成都	铁路、公路、市政	100.00	-	设立或投资成立
中铁广州建设有限公司	中国	广州	铁路、公路、市政	100.00	-	设立或投资成立

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1594.86	1423.52	1668.91	1462.74
资产总额(亿元)	8457.23	9426.76	10561.86	10947.18
所有者权益(亿元)	1707.73	2221.44	2454.75	2583.79
短期债务(亿元)	1341.43	1567.97	1727.70	1996.96
长期债务(亿元)	835.56	840.26	1133.62	1266.27
全部债务(亿元)	2176.98	2408.24	2861.32	3263.23
营业总收入(亿元)	6933.67	7404.36	8508.84	1570.46
利润总额(亿元)	195.44	227.11	313.32	48.96
EBITDA(亿元)	325.24	377.49	464.98	--
经营性净现金流(亿元)	332.20	119.62	221.98	-388.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.81	6.03	7.86	--
存货周转次数(次)	3.55	4.54	4.20	--
总资产周转次数(次)	0.87	0.83	0.85	--
现金收入比(%)	105.82	112.96	109.85	109.63
营业利润率(%)	8.70	9.12	9.13	8.63
总资本收益率(%)	4.72	4.92	5.78	--
净资产收益率(%)	8.32	7.85	10.34	--
长期债务资本化比率(%)	32.85	27.44	31.59	32.89
全部债务资本化比率(%)	56.04	52.02	53.82	55.81
资产负债率(%)	79.81	76.43	76.76	76.40
流动比率(%)	110.75	104.69	104.95	105.62
速动比率(%)	88.70	78.15	75.41	73.90
经营现金流动负债比(%)	5.73	1.92	3.28	--
现金短期债务比(倍)	1.19	0.91	0.97	0.73
EBITDA 利息倍数(倍)	4.41	4.47	4.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.69	6.38	6.15	--

注：1. 2017 年财务数据系 2018 年期初数；2. 2020 年一季度未经审计；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 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	560.40	454.83	380.85	368.98
资产总额(亿元)	2699.48	3294.43	3529.98	3585.56
所有者权益(亿元)	1366.33	1639.27	1833.64	1800.06
短期债务(亿元)	92.87	277.02	236.72	329.96
长期债务(亿元)	202.74	177.62	278.98	278.99
全部债务(亿元)	295.61	454.64	515.70	608.96
营业总收入(亿元)	383.87	407.52	554.07	89.46
利润总额(亿元)	198.82	112.02	137.74	8.19
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	111.87	118.52	188.83	-113.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.53	3.48	5.34	--
存货周转次数(次)	11.72	5220.33	5483.64	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.14	0.16	--
现金收入比(%)	109.38	110.78	111.90	126.05
营业利润率(%)	6.86	5.05	5.56	7.30
总资本收益率(%)	12.54	6.30	6.99	--
净资产收益率(%)	13.92	6.78	7.42	--
长期债务资本化比率(%)	12.92	9.78	13.21	13.42
全部债务资本化比率(%)	17.79	21.71	21.95	25.28
资产负债率(%)	49.39	50.24	48.06	49.80
流动比率(%)	114.03	99.30	99.00	99.80
速动比率(%)	114.02	99.29	98.99	99.77
经营现金流动负债比(%)	10.22	8.22	13.73	--
现金短期债务比(倍)	6.03	1.64	1.61	1.12
全部债务/EBITDA(倍)	--	--		--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--		--

注：1. 2017 年财务数据系 2018 年期初数；2. 2020 年一季报未经审计；3. 母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 4 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)
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%
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

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 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 中国中铁股份有限公司 2020 年度第五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，及时对该事项进行分析，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。