

信用等级公告

联合〔2020〕885号

中国中铁股份有限公司：

联合信用评级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和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

中国中铁股份有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国中铁股份有限公司 2020 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 35 亿元（含）

本期债券期限：品种一：基础期限为 3 年；品种二：基础期限为 5 年

还本付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司发行的普通债券和其他债务且优先于股东

续期选择权：品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券

递延支付利息权：本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，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；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为

利率：首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。

评级时间：2020 年 05 月 12 日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国中铁股份有限公司（以下简称“公司”或“中国中铁”）的评级反映了其作为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）下属企业，是全球大型的多功能综合型建设集团之一，在股东背景、行业地位、资质荣誉、专业技术水平及经营规模等方面具有显著优势。近年来，公司项目储备充足，营业收入及净利润稳步增长。同时，联合评级也关注到建筑行业竞争激烈、公司债务规模大且连续增长等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着众多区域规划的出台与实施，各地将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求，公司外部环境良好。目前公司项目储备较为充足，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。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司外部环境良好。**众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求，公司外部环境良好。

2. **行业竞争优势显著。**公司作为国资委下属企业，在中国基础设施建设行业保持领先地位，资质优势突出、产业链条完整、规模优势明显、施工经验丰富、专业技术水平先进。

3. **公司项目储备充足。**公司是全球大型的多功能综合型建设集团之一，2017—2019 年，公司每年新签合同额均超万亿规模，项目储备

充足。

4. 公司营业收入及净利润稳步增长。2017—2019 年，公司营业收入及净利润连续增长。

关注

1. 行业竞争激烈。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. 公司债务规模大且连续增长。随着公司项目的持续投入，公司债务规模连续增长，整体债务规模大。

分析师

杨 婷 登记编号（R0040216030001）

刘亚利 登记编号（R0040216120002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	8,440.84	9,426.76	10,561.86
所有者权益（亿元）	1,697.20	2,221.44	2,454.75
长期债务（亿元）	839.59	866.16	1,158.49
全部债务（亿元）	2,141.65	2,441.46	2,886.19
营业收入（亿元）	6,933.67	7,404.36	8,508.84
净利润（亿元）	142.04	174.36	253.78
EBITDA（亿元）	333.83	381.20	482.38
经营性净现金流（亿元）	331.74	119.62	221.98
营业利润率（%）	9.15	9.46	9.39
净资产收益率（%）	8.91	8.90	10.85
资产负债率（%）	79.89	76.43	76.76
全部债务资本化比率（%）	55.79	52.36	54.04
流动比率（倍）	1.13	1.05	1.05
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	4.15	4.52	4.56
EBITDA/本期发债额度（倍）	9.54	10.89	13.78

公司本部（母公司）

资产总额（亿元）	2,694.27	3,294.43	3,529.98
所有者权益（亿元）	1,362.23	1,639.27	1,833.64
全部债务（亿元）	276.12	459.97	515.70
营业收入（亿元）	383.87	407.52	554.07
净利润（亿元）	190.24	111.19	136.01
资产负债率（%）	49.44	50.24	48.06
全部债务资本化比率（%）	16.85	21.91	21.95
流动比率（倍）	1.12	0.99	0.99

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告所用收入计算指标均指营业总收入；3. 本报告已将合并报表长期应付款和租赁负债中有息债务调整至长期债务

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

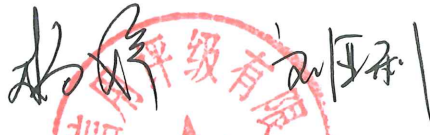
联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师： 

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国中铁股份有限公司（以下简称“公司”或“中国中铁”）是由中国铁路工程集团有限公司（以下简称“中铁工”）于 2007 年 9 月独家发起设立，总股本为 1,280,000.00 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。2007 年，公司先后于 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上市，股票代码分别为“601390.SH”、“00390.HK”，股票简称均为“中国中铁”。截至 2019 年末，公司总股本为 2,457,092.93 万股，其中中铁工持有 1,159,876.44 万 A 股，持股比例为 47.21%，为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

公司经营范围包括：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 2019 年末，公司设党群系统和行政系统（详见附件 2）。截至 2019 年末，公司本部及主要子公司在职员工共 285,405 名。截至 2019 年末，公司共拥有 45 家二级子公司。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 10,561.86 亿元，负债合计 8,107.11 亿元，所有者权益 2,454.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 2,214.58 亿元。2019 年，公司实现营业收入 8,484.40 亿元，净利润 253.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 236.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额 221.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 204.18 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。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券含永续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等条款。联合评级通过对相关条款的分析，本期债券重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

本期债券名称为“中国中铁股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）”，发行总规模不超过 35 亿元（含）。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。本期债券为永续期公司债券，在条款设置上区别于普通公司债券，具有一定特殊性。

债券期限及续期选择权

本期债券分为两个品种，品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。公

司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

偿付顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司发行的普通债券和其他债务且优先于股东。

利率

本期债券首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。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，当期基准利率沿用利率重置之日之前一期基准利率。

递延支付利息权

本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，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；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司及下属公司有息债务和/或补充流动资金。

3. 本期债券特殊条款及其安排

本期债券设置了加速清偿特殊条款，若触发此条款，将加大本期债券偿还压力。

加速清偿条款：如果《债券受托管理协议》项下的公司违约事件中第（1）至第（5）项情形发生，或公司违约事件中第（6）至第（12）项情形发生且一直持续三十（30）个连续工作日仍未得到纠正，单独和/或合计代表百分之五十（50%）以上有表决权的未偿还的本期债券张数的债券持有人可通过债券持有人会议形成决议，并以书面方式通知公司，宣布本期债券本金和相应利息，立即到期应付。公司违约事件包括：（1）未能或预计不能根据法律、法规和规则及募集说明书的约定，按期足额支付本期债券的利息和本金；（2）公司选择延长本期债券期限，但未根据募集说明书的约定发布续期公告，且未能偿付到期应付本金和/或利息；（3）公司选择递延支付利息，但未根据募集说明书的约定发布利息递延支付公告，且未偿付到期应付利息；（4）公司在发生强制付息事件时，未根据募集说明书的约定偿付应付利息；或违反利息递延下的限制事项；（5）公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付（如有））本期债券以外的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债等债券的本金或利息；或任何上述债券被宣布提前到期且对本期债券本息的支付产生重大不利影响；（6）公司在其资产、财产或股份上设定抵押或质押权利以致对公司对本期债券的还本付息能力产生实质不利影响，或出售其重大资产以致对公司对本期债券的还本付息能力产生实质不利影响；（7）在债券存续期间内，公司发生解散、注销、停业、清算、丧失清偿能力、被法院指定接管人或已开始相关的诉讼程序；（8）本期债券存续期内，公司未能根据法律、法规和规则的规定，履行信息披露义务，对债券持有人权益产生重大不利影响；（9）本期债券存续期内，公司未能根据法律、法规、规则和《债券受托管理协议》的规定，履行通知义务，对债券持有人权益产生重大不利影响；（10）公司违反《债券受托管理协议》项下的陈述与保证；（11）公司违反《债券受托管理协议》约定的信用

风险管理职责；（12）公司未能履行《债券受托管理协议》、募集说明书及法律、法规和规则规定的其他义务。

三、行业分析

1. 行业概况

近年来，我国建筑业产值规模不断上升，增速却逐年下滑，但在 2015 年触底后有所反弹，未来随着基建投资的发力，建筑业产值有望保持良好的上升趋势。

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50%以上的固定资产要通过建筑业形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。我国政府不断加快转变经济发展方式，调整经济结构，全社会固定资产投资保持了平稳较快增长。但自 2010 年以来，固定资产投资增速不断回落，2017—2019 年，全国固定资产投资（不含农户）增速分别为 7.2%、5.9%和 5.4%。

在投资驱动的影响下，近 10 年来我国建筑业总产值保持了逐年增长的态势。但建筑业总产值在经过 2006 年至 2011 年连续 6 年超过 20%的高速增长后，增速逐步下行，2015 年增速 2.3%，为近 10 年最低值。2016—2019 年，建筑业总产值增速分别为 7.09%、10.53%、9.9%和 5.7%。

建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务。在房地产市场去库存、棚改货币化安置带动下，房地产投资增速在 2015 年触底回升，2016—2019 年房地产开发投资增速分别为 6.9%、7.0%、9.5%和 9.9%。基建投资对于经济拉动作用较为显著，保持基础设施领域补短板力度成为国家推进供给侧结构性改革、巩固经济稳中向好态势、促进就业和提升长期综合竞争力的重要举措。但 2018 年以来，随着去杠杆政策的实施以及 PPP 政策的收紧，基础设施建设投资增速较低。2016—2019 年，全国基础设施投资增速分别为 17.4%、19.0%、3.8%和 3.8%。此外，部分建筑施工企业不断将业务向产业链上游的融资建造业务延伸，广泛采用 PPP、BOT 等资本运营方式承接项目，对建筑施工企业收入及利润起到了有效补充作用。

2. 行业需求

大规模的基础设施建设为建筑企业提供更广阔的成长空间和持续发展的有利条件，但 2018 年以来增速下降较快，未来，随着基建投资的发力，相关施工企业面临一定的发展机遇。近年来，房地产整体投资增速不断上升，但在房地产政策不断收紧的背景下，预计增速会有所回落。未来我国保障房市场仍将保持较大建设规模，棚户区改造将带来大量房屋建设需求。

（1）市政建设

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

近年来，随着城市发展和城市化进程的推进，城市供水、燃气、热力管网等市政设施不能有效满足城市发展的需要，城市垃圾无害化处理、污水处理设施不足，处理率低等问题依然存在，市政公用设施供需矛盾仍然比较突出，政府对城市市政公用基础设施的投资力度较大。2016 年，重点领域投资保持较快增长，对生态保护和环境治理业、水利管理业、农林牧渔业的投资分别较上年增长 39.9%、20.4%和 19.5%；新建高速铁路投产里程 1,903 公里，新改建高速公路里程 6,745 公里，新增光缆线路长度 554 万公里。2017 年，重点领域投资保持较快增长，对水利环境和公共设施管理业、教育、卫生和社会工作的投资分别较上年增长 21.2%、20.2%和 18.1%。2018 年，水利管理业投资下降 4.9%，公共设施管理业投资增长 2.5%，道路运输业投资增长 8.2%，铁路运输业投资下降 5.1%。

(2) 民生工程

2015 年以来，房地产行业需求出现回暖，销售金额不断扩大，在市场持续热销的带动下，2016 年新开工面积增速出现反弹，当年新开工面积较上年增长 8.1%；2017 年，全国土地成交面积恢复增长，加之三、四线城市销售势头良好，企业推货力度加大，当期房地产新开工面积增速为 7.0%；2018 年，房地产销售金额仍保持增长，并且由于前期库存的消化，当年新开工面积增速为 17.2%。在市场行情好转的背景下，由于前期库存规模较大，房地产开发企业房屋施工面积增速保持低位增长，2016—2018 年分别为 3.2%、3.0%和 5.2%。

在城镇保障性安居工程方面，2016 年，全国城镇棚户区住房改造开工 606 万套，棚户区改造和公租房基本建成 658 万套，全年全国农村地区建档立卡贫困户危房改造 158 万户。2017 年，全国城镇棚户区住房改造开工 609 万套，棚户区改造和公租房基本建成 604 万套，全年全国农村地区建档立卡贫困户危房改造 152.5 万户。2018 年，全国各类棚户区改造开工 626 万套，顺利完成年度目标任务，完成投资 1.74 万亿元。城镇棚户区改造成为民生、拉动经济增长的重要施政手段。在房地产政策收紧的背景下，保障性住房有望成为拉动房屋建筑市场发展的重要增长点。

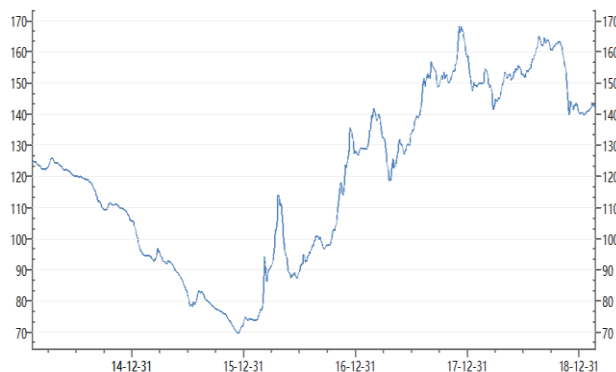
3. 上游原材料

受产能去化及环保限产等因素影响，钢材和水泥价格波动幅度较大，整体呈现上升趋势，不利于建筑企业对于成本的控制。

建筑行业上游主要是建材等原材料供给行业，如钢铁制造业、水泥制造业和玻璃制造业等。建筑施工企业在采购时主要在项目地附近就近采购，采购价格基本随行就市。原材料成本在建筑施工企业的生产成本中占比较大，原材料价格波动对企业成本控制有较大影响。

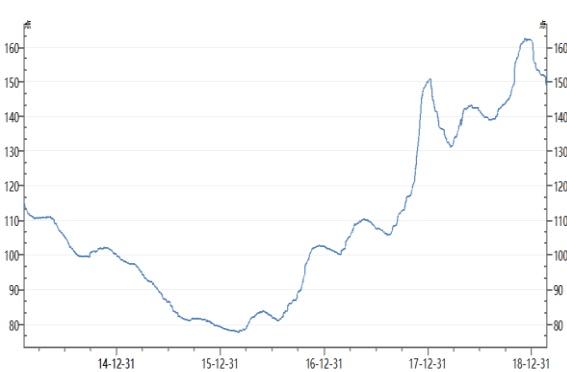
钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2015 年以来，受去产能政策及环保限产等因素影响，钢材和水泥价格呈震荡上升趋势。

图 1 Myspic 综合钢价指数（单位：点）



资料来源：Wind

图 2 全国水泥价格指数（单位：点）



资料来源：Wind

4. 行业竞争

建筑行业企业数量众多，行业竞争激烈，但各领域竞争程度存在差异；随着建筑市场的放量增长，建筑业的竞争模式也出现了多元化发展。

建筑行业是改革开放后市场化较早的行业，进入壁垒较低，企业规模分布呈现“金字塔”状，即极少量大型企业、少量中型企业和众多小型微型企业并存。据《建筑时报》统计，截至 2018 年末，全国特级资质数量达 788 个，分别归属于 627 家企业。建筑工程、公路工程、市政工程特级资质总

量占最大份额，占特级资质总量约 85%。

中国建筑市场存在五类参与者：央企巨头、区域龙头、江浙民营企业、外资巨头以及众多中小建筑企业。从总体上来看，占据较大市场份额的是具备技术、管理、装备优势和拥有特级资质的大型建筑企业。发达地区建筑强省的大中型建筑企业也占有一定的市场份额，他们主要承揽地区性大中型工程。其他中小企业则主要承担劳务分包、部分专业分包业务及小型工程。具体情况见下表。

表 1 中国建筑行业格局

企业类型	代表企业	经营状况
央企巨头	中国中铁	中国工程建筑市场的领导者，基本上都入围世界 500 强，在国际承包市场上也有一席之地
	中国铁建	
	中国建筑	
	中交建	
	中冶科工	
	中国水电	
江浙领军企业	南通二建	灵活的经营模式，规模迅速做大，同时较早布局全国，并逐步走向国际。外向性极强，省外施工业务收入占全部业务收入的 50%以上
	中天建设	
	浙江建投	
	苏中建设	
区域龙头	浦东建设	在所在区域具有绝对性优势，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
	上海建工	
	北京建工	
	隧道股份	
外资建筑巨头	日本清水（Shimizu）	占有国内高端市场，业务主要是总承包（EPC）和项目管理承包（MPC）
	瑞典斯堪雅（Skanska）	
众多中小建筑企业	--	依靠中国巨大的廉价劳动力资源，依靠价格战获取项目，生存困难。也有部分特色的专业承包企业，因为定位聚焦，发展迅速

资料来源：联合评级根据公开数据整理

从各业务领域的竞争情况来看，普通房屋建筑工程市场集中度最低，竞争极其激烈；公共建筑及高层、超高层建筑工程市场，整体集中度适中，存在一定区域性垄断；矿山建筑工程市场，集中度较高，存在部门垄断；铁路、公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程，集中度高，存在部门和寡头垄断；而建筑安装工程与装饰装修工程，市场集中度较低，竞争较为激烈。

在建筑行业的竞争模式上，随着建筑业固定资产投资的主体多元化、资金多渠道等特征的出现，施工企业参与市场竞争的经营模式随之改变，建筑行业的竞争模式由施工承包、施工总承包到设计施工总承包、BT、BOT 项目运营承包方式演变，建筑业的横向分割被打破，综合性的 EPC¹、BOT、BT、BOOT²、CM³、PMC⁴、PPP⁵等模式在建筑业市场的比重逐步上升，利润重心向前端的项目开发和后端的运营转移。

5. 行业政策

我国建筑行业处于政策调整期，房地产行业政策趋严，在国家稳增长的宏观背景下，基建投资受到政策支持，PPP 模式日益规范化，并且受到政策鼓励。

¹ “设计、采购、施工总承包”（Engineer-Procure-Construct）

² “建设-拥有-经营-转让”（Build-Own-Operate-Transfer）

³ “施工-管理”（Construct-Management）

⁴ “项目管理承包”（Project-Management-Construct）

⁵ “公私合营模式”（Public-Private partnership）

随着宏观经济进入新常态，中国建筑业进入个位数增长时代。在房地产去库存压力大的背景下，地产调控政策利好频出，新型城镇化建设起航。在中央稳增长的定调下，基建投资稳增长的作用日益凸显，民间投资助推交通建设新规划，区域经济投资加码，“一带一路”“长江经济带”开启新型战略布局，行业综合发展方案、建筑业现代化建设持续推进，PPP、BIM⁶、绿色建筑、海绵城市等新型政策为建筑业发展释放出新的发展活力。

（1）“营改增”全面推开

2016年3月，财政部、国家税务总局向社会公布了《营业税改征增值税试点实施办法》。自2016年5月1日起，在全国范围内全面推开营改增试点，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人纳入试点范围，由缴纳营业税改为缴纳增值税。虽然增值税采取的是税款抵扣制，但抵扣进项是一个漫长的过程，这对建筑企业来说，税负短期内或将上升。从长远看，作为基础行业的建筑业实施营改增有利于降低整个社会的税负水平，推动建筑业生产方式的转变，促进建筑企业进一步加强内部管理和控制，加快转型升级。

（2）基建投资政策支持力度加大

2014年9月，国务院发布《关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》。长江经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州11个省市，面积约205万平方公里，人口和生产总值均超过全国的40%。四川、重庆、安徽、江西、湖南等长江沿线省份目前都已出台推进长江经济带建设实施意见，推出系列交通基建项目。2015年3月，国家发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，“一带一路”的新型战略布局将为建筑业带来新的发展机遇。2018年10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出补短板是深化供给侧结构性改革的重点任务，在整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多的背景下，亟需聚焦基础设施领域突出短板，保持有效投资力度，促进内需扩大和结构调整，保持经济运行在合理区间。

（3）房地产行业政策趋严

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会报告明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

（4）PPP项目管理规范化，PPP模式受到政策鼓励

2017年4月，财政部、发展改革委、司法部、人民银行、银监会和证监会印发《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号），严禁地方政府利用PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债，除国务院另有规定外，地方政府及其所属部门参与PPP项目、设立政府出资的各类投资基金时，不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金，不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失，不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益，不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债。

⁶建筑信息模型（BIM）：已建筑工程项目的各项相关信息数据作为模型的基础，进行建筑模型的建立，通过数字信息仿真模拟建筑物所具有的真实信息。

2017年11月，财政部为进一步规范政府和社会资本合作（PPP）项目运作，防止PPP异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量，下发《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92号），要求各级财政部门及时纠正PPP泛化滥用现象，进一步推进PPP规范发展，着力推动PPP回归公共服务创新供给机制的本源，促进实现公共服务提质增效目标，夯实PPP可持续发展的基础。对于不符合规范运作要求、未按规定进行信息公开、不宜采取PPP模式实施等一大批项目被退库或整改。财政部要求各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作，并将清理工作完成情况报财政部金融司备案。对于逾期未完成清理工作的地区，由财政部PPP中心指导并督促其于30日内完成整改。逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。

2018年4月24日，财政部下发《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》，将部分项目调出示范项目名单并清退出全国PPP综合信息平台项目库，要求各地财政部门加强对PPP项目的整改及规范管理工作、强化信息公开、建立健全长效管理机制。

同时，2018年10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出鼓励地方依法合规采用政府和社会资本合作（PPP）等方式，撬动社会资本特别是民间投资投入补短板重大项目。

6. 行业关注

建筑行业市场竞争激烈且利润水平较低，行业运行成本受原材料和劳动力价格波动影响较大；具有高负债的行业特征，流动资金压力较大，未来建筑企业的融资能力将成为重要的发展关键。

（1）行业内竞争激烈挤压利润空间

国内建筑业市场容纳了为数众多的建筑企业，这些企业平均规模较小，行业准入壁垒低并且竞争激烈，由此不可避免地产生了行业自律性差和无序竞争的局面。大多数建筑企业相似的业务和经营管理模式，导致垫资施工、拖欠工程款等现象屡有发生。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尚未完全建立，导致国内建筑行业利润水平较低。

（2）原材料和劳动力价格波动对成本影响较大

建筑工程所需钢材、水泥等原材料占生产成本60%以上。近年来钢材和水泥价格波动幅度较大，对行业内成本控制造成一定压力。同时，建筑业对劳动力的需求量大，近年来全国劳动力的地域性和产业性转移、社会老龄化速度加快、生活成本提高等因素，增加了建筑业的劳动力成本。

（3）流动资金压力大

建筑企业利润率较低，使得自身资金积累有限，而承包的工程项目投资规模较大，企业招投标过程中的保证金要求、垫资施工、建设周期长和工程拖欠等均需要大规模的资金支持。因此我国建筑施工企业负债水平居高不下，持续面临还本付息和再融资压力。同时低利润和高负债也制约了建筑施工企业在设备更新、技术改造等方面的投入和可持续发展能力的提高。

7. 行业发展

从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

建筑业发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2011年以来，随中国经济从上年强劲复苏的增长高点回落，宏观经济进入下行通道；同时高通胀压力下政府主导的基建投资增速放缓；房地产调控政策持续从紧，政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国

固定资产投资增速持续放缓，短期来看，建筑行业发展下滑风险进一步增大。

从长远来看，在中国城镇化和工业化进程不断加快的背景下，全社会固定资产投资将继续保持高位运营，为建筑类企业提供广阔的成长空间和持续发展的有利外部环境。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。随着中国城市化进程的加快，市政基础设施建设投资在全国固定资产投资的比重逐年上升。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的基础设施建设将为建筑企业提供广阔的成长空间和持续发展的有利条件。

工业化方面，目前中国基础设施水平依旧不高，尤其以区域不平衡更为明显。2009年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”“中部崛起”“东北振兴”“成渝经济圈”等板块。2015年，为避免经济过快放缓，政府推行“一带一路”“京津冀协同发展”“长江经济带”三大战略作为保增长的重要着力点。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司已发展成为全球大型的多功能综合型建设集团之一，在中国基础设施建设行业保持领先地位，资质优势突出，产业链条完整，规模优势明显。

公司是全球大型的多功能综合型建设集团之一，具有为客户提供全套工程和工业产品及相关服务的能力。公司在基础设施建设、勘察设计与咨询服务、专用工程设备和零部件制造等领域处于行业领先地位，并开展了房地产开发、物资贸易、基础设施投资运营、矿产资源开发及金融等相关多元业务，逐步形成了公司纵向“建筑业一体化”、横向“主业突出、相关多元”的产品产业布局。公司连续14年入选《财富》世界500强，2019年排名第55位。

公司始终在中国基础设施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。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2019年末，公司及下属子公司拥有施工资质1,903项，其中施工总承包特级资质75项、施工总承包一级资质241项，专业承包资质978项，勘察资质50项，设计资质200项。截至2019年底，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。

勘察设计和咨询方面，作为中国该行业的骨干企业，公司在工程建设领域发挥了重要的引领和主导作用，尤其是在协助制订建设施工规范和质量验收等方面的铁路行业标准中发挥着重要作用。公司在2019年ENR⁷全球150家大型设计企业中排名第20位。

工程设备和零部件制造方面，公司在铁路、公路、城市轨道交通、地下工程等交通基建相关的高端装备制造领域处于全国乃至世界领先的地位。公司是全球销量最大的盾构机/TBM研发制造商，是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商、国内最大的铁路专用施工设备制造商。在国内市场，公司在技术要求较高的高速道岔（250公里时速以上）业务市场的占有率约为65%，在重载道岔市场的占有率为50%以上，在城市轨道交通业务领域道岔市场的占有率为60%以上；在大型钢结构桥梁市

⁷中文名《工程新闻记录》，是全球工程建设领域最权威的学术杂志，隶属于美国麦格劳-希尔公司

场的占有率为 60%以上；在 300km/h 及以上高速铁路接触网零部件市场的占有率为 70%以上。

2. 人员素质

公司主要领导拥有较长时间的建筑行业从业经历和丰富的管理经验，公司员工中具有技术职称人员占比较大，符合公司业务特点。

截至 2019 年末，公司高层管理人员包括 1 名总裁、5 名副总裁（其中一名兼总法律顾问）、1 名财务总监、1 名总工程师、1 名董秘兼财务部部长。

张宗言先生，1963 年出生，研究生学历，正高级工程师；2009 年 4 月至 2013 年 3 月任中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）党委常委、副总裁，中国铁道建筑总公司党委常委；2013 年 3 月至 2013 年 6 月任中国铁建总裁、党委副书记，中国铁道建筑总公司党委书记、董事；2013 年 6 月至 2015 年 7 月任中国铁建总裁、执行董事、党委副书记，中国铁道建筑总公司党委书记、董事；2015 年 7 月至 2016 年 1 月任公司总裁、党委副书记，中铁工党委书记、董事；2016 年 1 月至 2016 年 11 月任公司总裁、执行董事、党委副书记，中铁工党委书记、董事；2016 年 11 月至 2019 年 8 月任公司总裁、执行董事、党委副书记，中铁工总经理、董事、党委副书记；2019 年 8 月起任公司董事长、执行董事、党委书记，同时任中铁工董事长、党委书记。

陈云先生，1963 年出生，研究生学历，正高级经济师；2007 年 4 月至 2017 年 3 月任中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交建”）党委常委，中国交通建设股份有限公司（以下简称“中交建股份”）党委常委、副总裁；2017 年 3 月至 2017 年 9 月任中交建党委副书记，中交建股份党委副书记、副总裁；2017 年 9 月至 2017 年 11 月任中交建党委副书记，中交建股份党委副书记、执行董事；2017 年 11 月至 2019 年 6 月任中交建党委副书记、工会主席，中交建股份党委副书记、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 月至 2019 年 10 月任公司总裁、党委副书记，中铁工总经理、董事、党委副书记；2019 年 10 月起任公司总裁、执行董事、党委副书记，中铁工总经理、董事、党委副书记。

截至 2019 年末，公司本部及主要子公司拥有在职员工 285,405 名。按技术职称构成类别分，高级及以上占 11.66%、中级占 22.53%、助理级占 25.54%、员级占 5.72%、技能人才占 30.05%、其他占 4.51%；按员工教育程度分，研究生及以上占 3.70%、本科占 45.83%、专科及以下占 50.47%。

3. 技术水平

公司专业团队强大、科技实力强，拥有多项专利技术且铁路、城轨建造技术为国内最先进的技术水平。

截至 2019 年末，公司拥有中高级技术人员 8.5 万余人，其中正高级职称 2,417 人，中国工程院院士 1 名、国家有突出贡献中青年专家 9 名、全国工程勘察设计大师 9 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 272 名。

截至 2019 年末，公司共获国家科技进步和发明奖 120 项，其中特等奖 5 项、一等奖 16 项，荣获省部级科技进步奖（含国家认可的社会力量设奖）3,472 项；公司现拥有专利 12,707 项，其中发明专利 2,843 项，PCT 专利 16 项。公司是科技部、国务院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”三个国家实验室及 7 个博士后工作站，1 个国家地方联合研究中心，23 个省部级研发中心（实验室），18 个国家认定的技术中心和 98 个省部认定的技术中心。公司是中国铁路基建领域、城市轨道交通基建领域最大的建设集团，拥有中国唯一的高速铁路建造

技术国家重点实验室、桥梁结构健康与安全国家重点实验室、盾构及掘进技术国家重点实验室，代表着中国铁路、城轨建造方面最先进的技术水平。

4. 外部支持

(1) 股东支持

公司集中了中铁工的经营主业和大部分核心资产，股东对公司支持力度很大。

中铁工前身是 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。

公司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，由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。中铁工核心业务均已注入公司。

(2) 税收优惠政策

公司积极参与西部大开发等项目且多家子公司为高新技术企业，在税收方面享受优惠政策。

根据财政部、海关总署、国家税务总局《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）的规定，经所在地税务机关批准，公司下属多家子公司，在不同程度上享受西部大开发税收优惠政策，企业所得税适用 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。

五、公司管理

1. 公司治理

公司履行了上市公司的相关监管规定，治理结构完整清晰。

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。股东大会是公司的权力机构，截至 2019 年末，公司董事会由 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。公司目前任命 4 名独立非执行董事，均为专业人士，以独立客观的立场参与公司重大事项的决策。公司监事会现由 5 人组成，其中 3 人为职工代表监事，设监事会主席 1 名。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. 管理体制

公司管理制度完善，运行合理规范，内控严密有效，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

公司建立了完善的管控制度。董事会下设战略委员会、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。公司根据财政部、证监会等五部委《内部控制基本规范》及《应用指引》和上海证券交易所发布的《上市公司内部控制指引》等有关规定，按照公司内控体系“逐级推进、横向到边、纵向到底、全面覆盖”的工作要求在公司总部和各子、分公司构建了内部控制体系框架，已覆盖公司生产、经营、管理、控制等各个方面，并建立一系列工作标准和程序文件，保障公司及各子、分公司内部管理工作有据可依。

六、经营分析

1. 经营概况

受益于国内基础设施建设领域投资增长以及“一带一路”建设的推进，公司基建建设收入逐年增长；房地产开发业务受市场调控政策影响有所波动，其余业务规模相对较小，对公司主营业务收入及利润的影响较小。公司主营业务综合毛利率相对稳定。

公司主营业务包括基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造、房地产开发以及其他业务，2017—2019年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长 9.66%，占营业收入的比重均在 98.00%以上，公司主营业务突出。

从收入构成来看，2017—2019年，受国内基础设施建设领域投资增长以及“一带一路”建设的稳步推进影响，公司基建建设业务收入逐年增长，年均复合增长 10.74%，是公司主营业务收入的主要来源。受房地产市场调控影响，公司房地产开发业务收入波动增长，年均复合增长 19.07%。工程设备和零部件制造板块收入年均复合增长 11.61%，主要系钢结构制造与安装、工程施工机械制造逐渐规模化及盾构加工制造业务的持续稳步提升所致。公司勘察设计与咨询服务板块收入逐年增长，年均复合增长 11.66%。公司实施业务相关多元化战略，主营业务中的其他业务主要包括矿产资源业务、物资贸易、金融业务、高速公路运营、污水处理厂等，公司其他业务收入年均复合增长 4.58%，单项业务占比不高，对公司整体经营影响较小。

表 2 2017—2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基建建设	5,965.81	87.05	7.23	6,242.11	85.23	7.42	7,315.62	86.83	7.43
—铁路	2,345.57	34.22	4.42	2,045.83	27.94	3.98	2,234.07	26.52	3.00
—公路	812.56	11.86	7.09	975.12	13.32	7.60	1,234.41	14.65	8.45
—市政	2,807.67	40.97	9.62	3,221.16	43.98	9.56	3,847.14	45.66	9.66
房地产开发	303.52	4.43	24.49	433.24	5.92	24.63	430.31	5.11	29.16
工程设备和零部件制造	136.26	1.99	21.54	150.00	2.05	23.82	169.74	2.01	23.84
勘察设计与咨询服务	129.71	1.89	29.83	146.10	1.99	28.04	161.72	1.92	27.45
其他	318.23	4.64	18.28	352.00	4.81	19.41	348.02	4.13	17.23
合计	6,853.52	100.00	9.22	7,323.45	100.00	9.76	8,425.41	100.00	9.66

资料来源：公司年报

毛利率方面，2017—2019年，公司基建建设业务毛利率持续增长，其中，2018年较上年增加 0.19 个百分点，主要系基建业务结构优化、投资业务带动基建项目毛利率提升以及集中采购度的进一步提升所致。房地产业务方面，2019年房地产业务毛利率较上年增加 4.53 个百分点，主要系本年确认收入的部分项目毛利率较高所致。公司其余业务板块毛利率基本保持稳定。综上，公司主营业

务综合毛利率相对稳定。

2. 业务经营

公司经营业务分地区情况来看，2017—2019 年，公司收入来源以境内地区为主（占营业总收入的 93%以上），分别为 6,516.86 亿元、6,975.75 亿元和 8,058.07，年均复合增长 11.20%。同期，公司境外实现营业总收入分别为 416.81 亿元、428.61 亿元和 450.77 亿元，年均复合增长 3.99%。2019 年，公司实现新签合同额 21,648.7 亿元，较上年增长 27.9%。其中境内业务实现新签合同额 20,372.7 亿元，较上年增长 28.4%；境外业务实现新签合同额 1,276.0 亿元，较上年增长 21.6%。截至 2019 年末，公司未完成新签合同额 33,612.0 亿元，较 2018 年末增长 15.8%。

（1）基础设施建设

基建建设业务是公司最主要收入来源，公司新签建设合同金额规模大，项目储备充足，建筑工程承包商地位稳固。

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 或 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，公司基建建设业务收入逐年增长。受益于 2019 年国家全面加大基础设施等领域补短板力度及“稳增长”“稳投资”“补短板”政策利好，2019 年，该业务实现收入较上年增长 17.20%，当期毛利率为 7.43%，较上年基本持平。

受益于国内基础设施建设市场投资增加和“一带一路”建设稳步推进，2017—2019 年，公司每年新签合同额均超万亿规模。其中，截至 2018 年末，公司基础设施建设业务新签合同为 14,346.3 亿元，较上年末增长 21.8%。截至 2019 年末，公司基础设施建设业务新签合同额 17,946.3 亿元，较上年末增长 25.1%，公司基础设施建设业务未完合同额 31,641.8 亿元，较上年末增长 17.8%。截至 2019 年末，公司重大在建项目见下表。

表 3 截至 2019 年末公司在建重大项目情况表（单位：亿元、%、天）

项目名称	业务模式	项目金额	工期	完工百分比	本期确认收入	累计确认收入	本期成本投入	累计成本投入
杭州地铁 7 号线工程施工总承包	建造合同	104.15	939	58.86	44.02	61.31	42.09	58.45
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	148.78	1,644	89.06	42.50	132.50	40.66	116.15
G8012 弥勒至楚雄高速公路玉溪至楚雄段工程 PPP 项目	PPP	210.23	1,460	19.00	39.94	39.94	37.13	37.13
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	1,678	25.56	39.38	51.76	37.96	49.98
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	1,278	76.00	39.14	82.86	36.02	70.43
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	1,732	92.06	38.11	83.51	36.24	78.88
成都轨道交通 9 号线一期工程 PPP 项目	PPP	95.72	1,458	78.73	36.18	75.36	31.97	67.35
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	26.78	33.77	40.92	27.13	32.96
银川都市圈城乡西线供水工程	建造合同	44.74	1,095	81.73	33.59	36.57	28.15	30.96
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	1,461	74.03	30.83	76.10	27.20	67.67
合计		1,261.45	--	--	377.47	680.82	344.54	609.98

资料来源：公司年报

铁路建设

受益于中国国家铁路集团有限公司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大幅增加，2019年，公司完成新签合同额3,112.4亿元，较上年增长22.5%，在2019年国内大中型铁路建设市场占有率50.5%，继续保持国内第一；截至2019年末，公司未完合同额6,179.5亿元，较上年末增长10.8%。

公路建设

2019年，公司公路业务新签合同为3,090.6亿元，较上年增长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年末，公司未完合同额5,620.0亿元，较上年末增长9.2%。

市政工程建设

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，2019年，公司市政及其他业务新签合同额11,743.2亿元，较上年末增长33.6%。截至2019年末，公司未完合同额19,842.3亿元，较上年末增长22.9%。

（2）勘察设计与咨询服务业务

公司勘察设计与咨询业务行业地位高且项目经验丰富，在手合同金额较大。

勘察设计与咨询服务的营业收入主要源于为基础设施建设项目勘察设计与咨询服务、研发、可行性研究和监理服务。公司勘察设计与咨询服务业务主要涉及铁路、城市轨道交通、公路、市政、房建等行业，并向现代有轨电车、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勘察设计订单，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，公司利用开展城市基础交通设施规划的优势，运作设计项目以及工程总承包项目。凭借着在勘察设计与咨询服务领域的经验及行业技术实力，公司承接了多项勘察设计与咨询服务业务，巩固公司在该领域的行业龙头地位，公司参与完成的项目包括世界上最长的跨海大桥港珠澳大桥等，为京津城际铁路、北京南站、胶济铁路客运专线等多个建设项目提供工程设计与咨询服务。

2019年，公司勘察设计与咨询服务业务新签合同额288.1亿元，较上年增长30.3%，主要系公司承揽的境外勘察设计业务增长所致。截至2019年末，公司勘察设计与咨询服务业务未完合同额546.0亿元，较上年末增长32.0%。

（3）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在国内外市场地位高、盾构制造能力强，海外市场进一步拓展。

公司工程设备和零部件制造业务主要服务于境内外的基础设施建设，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。2019年，公司工程设备与零部件制造业务新签合同额420.9亿元，较上年末增长14.4%。截至2019年末，公司工程设备与零部件制造业务未完合同额541.6亿元，较上年末增长35.1%。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年公司销售盾构/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、法国等20个国家和地区。

（4）房地产业务

房地产开发业务收入为公司收入的重要组成部分，公司在开发项目主要分布在一线城市且土地储备面积较大，为未来收入实现提供有力支撑。

公司是国务院国资委认定以房地产开发为主业的 16 家中央企业之一。公司房地产开发业务包括土地一级开发和房地产开发。

截至 2019 年末，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、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，较上年增长 31.4%；销售面积 503 万平方米，较上年增长 16.4%；开工面积 807 万平方米，较上年增长 62.4%；竣工面积 315 万平方米，较上年下降 24.1%。截至 2019 年末，公司在建房地产项目占地面积 4,123 万平方米，待开发的土地储备面积 1,687.6 万平方米，公司货值及土地储备充足。

3. 重大事项

公司资产重组有助于公司内部业务整合，出售公路资产有利于优化公司资本结构。

2019 年 05 月 29 日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）下发的《关于核准中国中铁股份有限公司向中国国新控股有限责任公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可〔2019〕913 号），核准公司发行股份购买中国国新控股有限责任公司等 9 名交易对方（以下简称“交易对方”）所持中铁二局工程有限公司（原名为“中铁二局工程有限公司”，于 2018 年 9 月 28 日更名为“中铁二局集团有限公司”）25.32%的股权、中铁三局集团有限公司 29.38%的股权、中铁五局集团有限公司 26.98%的股权、中铁八局集团有限公司 23.81%的股权（以下简称“本次重大资产重组”）。本次发行股份购买资产的购买价格为 6.75 元/股，向各交易对手发行股份的数量合计 172,662.77 万股。根据公司发布的《中国中铁股份有限公司关于公司发行股份购买资产之标的资产过户完成的公告》，本次工商变更登记完成后，公司持有标的公司 100%股权。本次交易前公司注册资本和实收资本均为 228.44 亿元。根据中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）的验资报告，截至 2019 年 09 月 12 日，变更后的注册资本和实收资本均为 245.71 亿元。截至 2019 年末，公司已根据相关法律法规的要求修订了公司章程，并向工商行政管理机关办理了注册资本变更、公司章程修订等工商登记变更或备案手续。标的公司为公司下属生产经营的工程施工企业，主要经营业务包括铁路、公路、市政、房屋建筑施工等业务。本次重大资产重组有利于进一步增强其对子公司的控制力，确保重点项目的顺利推进。

2019 年 12 月 16 日，公司全资子公司中铁交通投资集团有限公司（以下简称“中铁交通”）与招商局公路网络科技控股股份有限公司（以下简称“招商公路”）及工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银投资”）签订了产权交易合同以及补充合同，中铁交通出售其持有的广西中铁交通高速公路管理有限公司（以下简称“中铁高速”）51%股权（66.3 亿元）和相关债权（33.15 亿元）给招商公路和工银投资，本次交易的对价为 99.45 亿元，交易所得资金拟用作归还中铁交通借款。本次交易有利于减少公司负债规模，联合评级将持续关注上述事项的后续进展。

4. 未来发展

2020 年是公司“十三五”发展规划的收官之年，公司将继续践行“十三五”发展规划明确的总体发展战略，确保完成 2020 年度经营目标。公司坚持以践行国家战略统领的经营工作，坚持以“战略引领、市场导向、高目标追求”的经营方针，坚持以经营能力建设涵养经营水平、提升经营质量，坚持以商业模式创新引领经营提质增效，坚持以产业链协同，充分发挥设计咨询的优势、高端装备的支撑作用和投融资的金融支持作用，坚持以深化改革激发经营活力，坚持“以现场保市场”的经营理念，坚持依法合规的经营准则。

七、财务分析

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017—2019 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。本报告 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数。从合并范围来看，截至 2018 年末，公司合并范围二级子公司较年初未发生变化。截至 2019 年末，公司合并范围较年初减少 1 家二级子公司。公司合并报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及其应用指南、解释以及其他相关规定编制。总体看，因涉及合并范围变动的子公司规模较小，合并范围变化对公司财务数据影响不大，但因 2018 年、2019 年会计政策变更使得部分科目重分类和新增，对公司部分会计科目可比性造成一定影响。

1. 资产质量

公司资产规模连续增长，以流动资产为主，货币资金较为充足。受行业经营特点影响，公司应收账款、存货和合同资产占比较大，对公司资金形成一定占用，公司整体资产质量较好。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 11.86%。截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长 12.04%，资产结构以流动资产为主。公司主要资产构成和变化情况见下表。

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产合计	6,600.84	78.20	6,516.82	69.13	7,095.30	67.18	3.68
货币资金	1,303.92	15.45	1,344.76	14.27	1,581.58	14.97	10.13
应收账款	1,578.05	18.70	1,059.09	11.23	1,037.12	9.82	-18.93
预付款项	291.82	3.46	416.13	4.41	277.16	2.62	-2.54
其他应收款	447.43	5.30	302.42	3.21	335.88	3.18	-13.36
存货	2,424.63	28.73	1,652.41	17.53	1,997.39	18.91	-9.24
合同资产	0.00	0.00	1,092.46	11.59	1,159.29	10.98	--
非流动资产合计	1,840.00	21.80	2,909.94	30.87	3,466.55	32.82	37.26
长期应收款	219.27	2.60	119.54	1.27	285.56	2.70	14.12
长期股权投资	211.66	2.51	354.33	3.76	600.27	5.68	68.41
固定资产	523.77	6.21	558.74	5.93	605.59	5.73	7.53
无形资产	507.66	6.01	602.33	6.39	398.94	3.78	-11.35
其他非流动资产	40.40	0.48	739.70	7.85	939.27	8.89	382.17
资产总计	8,440.84	100.00	9,426.76	100.00	10,561.86	100.00	11.86

资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动资产波动增长。截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 8.88%，主要系货币资金、存货和合同资产增长所致。

2017—2019 年，公司货币资金连续增长。截至 2019 年末，公司货币资金较年初增长 17.61%。其中，受限货币资金 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，货币资金受限比例不高。

2017—2019 年，公司应收账款连续下降。截至 2019 年末，公司应收账款较年初下降 2.07%，计提坏账准备 60.61 亿元，计提比例 5.52%。从账龄分布看，公司应收账款余额中，1 年以内占 78.64%，1~2 年占 11.30%，2~3 年占 4.23%，3~4 年占 2.14%，4~5 年占 1.20%，5 年以上占 2.49%，账龄较短。

公司前五大应收账款余额合计 249.59 亿元，占应收账款余额比重 22.73%，集中度较低。

2017—2019 年，公司预付账款波动下降。截至 2019 年末，公司预付账款较年初下降 33.39%。公司预付账款余额中以 1 年以内（占 88.00%）账龄为主，整体账龄较短。

2017—2019 年，公司其他应收款波动下降。截至 2019 年末，公司其他应收款较年初增长 11.06%，主要系应收代垫款和应收股权转让款增长所致，公司其他应收款已计提坏账准备 141.93 亿元，计提比例较高，有一定的回收风险。公司其他应收款余额由应收代垫款（占 25.77%）、应收保证金（占 25.11%）和其他（占 36.66%）构成。公司前五大其他应收款余额占比 14.98%，集中度较低。

2017—2019 年，公司存货波动下降。截至 2018 年末，公司存货较年初减少 772.22 亿元，主要系与基础设施建设、钢结构产品制造相关的不满足无条件收款权的已完工未结算资产因会计政策变更重分类至合同资产所致。截至 2019 年末，公司存货较年初增长 20.88%，主要系房地产开发成本增长所致。从构成来看，公司存货主要由房地产开发成本（占 66.82%）、房地产开发产品（占 12.77%）和原材料（占 8.62%）等构成。截至 2019 年末，公司累计计提跌价准备 19.18 亿元，计提比例 0.95%。

截至 2019 年末，公司合同资产 1,159.29 亿元，较年初增长 6.12%，主要由基础设施建设项目和土地一级开发项目构成，包括列示于其他非流动资产和一年内到期的非流动资产的合同资产在内，公司共计提合同资产减值准备 10.85 亿元，计提比例 0.93%。

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长。截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 19.13%，主要系长期应收款、长期股权投资和其他非流动资产增长所致。

2017—2019 年，公司长期应收款波动增长。截至 2019 年末，公司长期应收款较年初增长 138.89%，主要系应收长期工程款增长所致。

2017—2019 年，公司长期股权投资连续增长。截至 2019 年末，公司长期股权投资较年初增长 69.41%，主要原因为：一方面，随着 PPP 项目投资规模加大，股权投资相应增加。另一方面，公司转让中铁高速 51%股权后，长期股权投资由成本法转为权益法核算。

2017—2019 年，公司固定资产连续增长。截至 2019 年末，公司固定资产较年初增长 8.38%，主要系在建工程完工转入和购置施工设备所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 49.21%）、施工设备（占 33.75%）、运输设备（占 5.35%）和工业生产设备（占 7.21%）构成，累计计提折旧 598.16 亿元，成新率为 50.40%，成新率一般；公司固定资产计提减值准备 2.25 亿元。

2017—2019 年，公司无形资产波动下降。截至 2019 年末，公司无形资产较年初下降 33.37%，主要系公司转让中铁高速 51%股权，高速公路资产出表所致。

2017—2019 年，公司其他非流动资产连续增长。截至 2018 年末，公司其他非流动资产较年初增加 699.30 亿元，主要系与基础设施建设、钢结构产品制造相关的不满足无条件收款权的长期应收款因会计政策变更而重分类至其他非流动资产所致。截至 2019 年末，公司其他非流动资产较年初增长 26.98%，主要系随着 PPP 项目的建设推进，金融资产模式的 PPP 项目按建设进度逐步结转所致。

资产受限方面，截至 2019 年末，公司受限资产为 1,068.32 亿元，占资产比重为 10.11%，受限比例较低，受限资产中货币资金占 18.70%、存货占 31.49%、合同资产占 25.20%、无形资产占 20.41%。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

公司债务规模大且连续增长，债务负担处于可控水平，债务结构以短期债务为主。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长。截至 2019 年末，公司负债较年初增长 12.52%，流动负债和非流动负债均有所增长，负债结构以流动负债为主。公司主要负债构成和变化情况见下表。

表 5 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债合计	5,817.16	86.26	6,224.61	86.39	6,760.34	83.39	7.80
短期借款	544.70	8.08	727.08	10.09	742.54	9.16	16.76
应付票据	479.81	7.11	585.49	8.13	657.18	8.11	17.03
应付账款	2,884.07	42.77	2,852.52	39.59	2,875.39	35.47	-0.15
预收款项	845.71	12.54	2.83	0.04	2.93	0.04	-94.11
其他应付款	503.99	7.47	566.03	7.86	692.13	8.54	17.19
合同负债	0.00	0.00	919.99	12.77	1,103.70	13.61	--
非流动负债合计	926.48	13.74	980.71	13.61	1,346.77	16.61	20.57
长期借款	530.23	7.86	560.31	7.78	750.48	9.26	18.97
应付债券	305.33	4.53	279.95	3.89	383.14	4.73	12.02
负债合计	6,743.64	100.00	7,205.32	100.00	8,107.11	100.00	9.64

资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动负债连续增长。截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 8.61%，主要系其他应付款、合同负债增长所致。

2017—2019 年，公司短期借款连续增长。截至 2019 年末，公司短期借款较年初增长 2.13%。公司短期借款主要由保证借款（占 6.64%）和信用借款（占 92.56%）构成。

2017—2019 年，公司应付票据连续增长。截至 2019 年末，公司应付票据较年初增长 12.25%，主要系公司采用银行承兑汇票和商业承兑汇票结算增长所致。

2017—2019 年，公司应付账款波动下降。截至 2019 年末，公司应付账款较年初增长 0.8%，变动不大。公司应付账款主要为应付材料采购款（占 45.69%）、应付工程分包款（占 41.12%）和应付设备款（占 7.49%）等。

2017—2019 年，公司预收账款下降明显。截至 2018 年末，公司预收账款较年初减少较多，主要系预收售楼款、预收工程款、建造合同形成的已结算未完工款项、预收设计咨询费等因会计政策变更由预收款项调整至合同负债所致。

2017—2019 年，公司其他应付款连续增长。截至 2019 年末，公司其他应付款较年初增长 22.28%，公司其他应付款余额 477.81 亿元，主要由保证金（占 29.92%）、应付代垫款项（占 22.96%）和其他（36.06%）构成。

截至 2019 年末，公司合同负债较年初增长 19.97%，主要由预收售楼款（占 33.49%）、预收工程款（占 33.38%）和已结算未完工款（占 22.17%）构成。

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长。截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 37.33%，主要系长期借款和应付债券增长所致。

2017—2019 年，公司长期借款连续增长。截至 2019 年末，公司长期借款较年初增长 33.94%，主要由质押借款（占 34.5%）、抵押借款（占 16.79%）、保证借款（占 10.83%）和信用借款（38.23%）构成。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长。截至 2019 年末，公司应付债券较年初增长 36.86%，主要系 2019 年新发行公司债和中期票据所致。从债券到期期限来看，2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年以后到期的债券规模分别为 77.46 亿元、45.41 亿元、167.47 亿元和 60.32 亿元，2022 年公司到期偿付规模较大。

表 6 截至 2019 年末公司应付债券明细 (单位: 亿元、%)

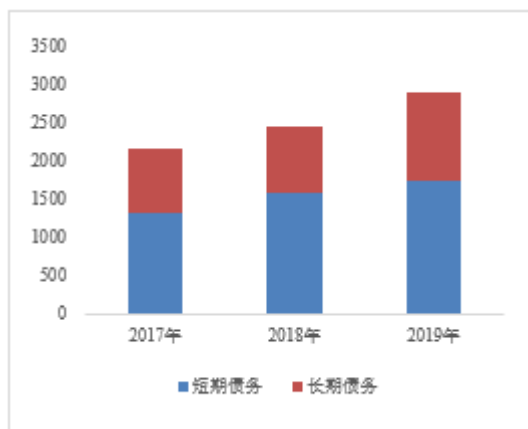
项目	发行时间	发行规模	期末余额	占比
10 年期公司债	2010.01.27	50.00	52.26	11.15
10 年期公司债	2010.10.19	25.00	25.20	5.38
15 年期公司债	2010.10.19	35.00	35.21	7.52
10 年期票据	2011.03.23	46.59	47.80	10.20
10 年期美元公司债	2013.02.05	美元 5.00	34.82	7.43
10 年期美元公司债	2016.07.21	美元 5.00	11.76	2.51
5 年期公司债	2016.01.28	20.50	35.16	7.51
10 年期公司债	2016.01.28	21.20	21.88	4.67
5 年期美元公司债	2017.07.25	美元 5.00	35.18	7.51
3 年期公司债	2019.01.17	25.00	25.88	5.52
3 年期中期票据	2019.01.21	10.00	10.34	2.21
5 年期中期票据	2019.01.21	10.00	10.37	2.21
3 年期公司债	2019.04.15	13.00	13.31	2.84
3 年期公司债	2019.04.15	22.00	22.57	4.82
2 年期中期票据	2019.04.29	10.00	10.25	2.19
3 年期中期票据	2019.04.29	15.00	15.39	3.29
3 年期中期票据	2019.06.18	25.00	25.49	5.44
5 年期中期票据	2019.06.18	5.00	5.11	1.09
3 年期公司债	2019.07.16	19.00	19.31	4.12
5 年期公司债	2019.07.16	11.00	11.20	2.39
合计	--	--	468.48	100.00

注: 含计入“一年内到期的非流动负债”的一年内到期的“应付债券”

资料来源: 公司年报

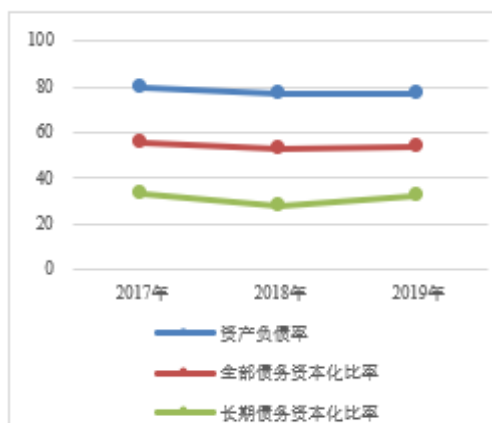
随着公司项目的持续投入, 2017—2019 年, 公司全部债务连续增长。截至 2019 年末, 公司全部债务 2,886.19 亿元, 较年初增长 18.22%。2017—2019 年, 公司债务结构以短期债务为主。2017—2019 年, 公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均呈波动下降趋势。截至 2019 年末, 上述指标分别为 76.76%、54.04%和 32.06%。截至 2019 年末, 公司发行的永续债总额 315 亿元, 若将永续债券认定为普通债券, 上述指标则分别为 79.74%、59.94%和 40.78%, 债务负担有所加重, 但整体债务负担仍属可控。

图 3 公司长短期债务情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 联合评级整理

图 4 公司资本结构分析 (单位: %)



资料来源: 公司年报, 联合评级整理

(2) 所有者权益

受益于发行股票和永续债及少数股东增资, 公司所有者权益连续增长, 所有者权益中未分配利

润占比较大，所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 20.26%。截至 2018 年末，公司所有者权益 2,221.44 亿元，较上年末增长 30.08%，主要系其他权益工具（永续债）增长和少数股东增资所致。其中，公司于 2018 年发行了四期永续期公司债券和三期永续中票，永续债增长至 319.31 亿元；2018 年，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、中铁三局、中铁五局及中铁八局进行增资（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，少数股东权益增加 97.41 亿元。截至 2019 年末，公司所有者权益 2,454.50 亿元，较年初增长 10.50%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。公司所有者权益主要由实收资本 245.71 亿元（占 11.10%）、其他权益工具 315.35 亿元（占 14.24%）、资本公积 554.56 亿元（占 25.04%）和未分配利润 976.66 亿元（占 44.10%）构成，未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司实收资本较年初增加 17.27 亿元，主要系公司非公开发行股票所致；其他权益工具 315.35 亿元，主要为公司发行的永续债；资本公积较年初增长 19.59%，主要系公司非发行股票资本溢价增加所致。

3. 盈利能力

随着公司基建建设业务逐年增长，营业收入规模连续增长。公司期间费用控制能力较强，资产减值损失和信用减值损失对利润有一定侵蚀，公司整体盈利能力较强。

2017—2019 年，公司营业收入连续增长，营业成本呈同趋势变动。同期，公司营业利润率波动上升。

表 7 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率
营业收入	6,899.45	7,377.14	8,484.40	10.89
营业成本	6,252.58	6,646.81	7,655.76	10.65
费用总额	367.92	430.51	491.19	15.54
其中：销售费用	28.54	35.37	46.06	27.04
管理费用	188.71	206.64	221.34	8.30
研发费用	111.03	134.36	165.11	21.95
财务费用	39.64	54.13	58.68	21.67
资产减值损失	92.45	7.17	15.27	-59.36
信用减值损失	--	74.84	45.07	--
投资收益	20.40	31.94	57.09	67.30
利润总额	195.44	227.11	313.32	26.62
营业利润率	9.15	9.46	9.39	--
总资本收益率	5.16	5.36	6.14	--
净资产收益率	8.91	8.90	10.85	--

资料来源：公司年报，联合评级整理

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长。2019 年，公司费用总额为 491.19 亿元，较上年增长 14.10%，主要系管理费用和研发费用增长所致。其中，销售费用较上年增长 30.30%，主要系职工薪酬和销售服务及代理费增长所致；管理费用较上年增长 7.11%，主要系职工薪酬增长所致；研发费用较上年增长 22.88%，主要系公司加大在相关领域的技术和施工工法方面的研究投入

所致；财务费用较上年增长 8.41%。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 5.31%、5.81%和 5.77%，费用控制能力较强。

2018 年，公司资产减值损失较上年下降 92.24%至 7.17 亿元，主要系坏账损失因会计政策变更调整至信用减值损失所致。2019 年，公司信用减值损失⁸与资产减值损失之和占营业利润的比重为 18.93%，对营业利润形成一定侵蚀。2017—2019 年，公司投资收益年均复合增长 67.30%。2019 年，公司投资收益较上年增长 78.77%，主要系处置子公司产生的投资收益增加所致，占营业利润比重为 17.91%，公司盈利能力对投资收益的依赖性有所增强。

从各项盈利指标来看，2017—2019 年，公司总资本收益率呈连续增长趋势，营业利润率和净资产收益率呈波动增长趋势，盈利能力有所增强，整体盈利水平较强。

4. 现金流

随着业务规模的扩大，公司经营活动现金规模扩大，经营活动现金净流量呈波动下降趋势，公司经营获现能力强。随着资产购建、PPP项目等对外投资增加，公司投资活动现金持续净流出。公司对外部融资需求较高。

表 8 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率
销售商品、提供劳务收到的现金	7,336.89	8,363.97	9,347.00	12.87
购买商品、接受劳务支付的现金	6,000.99	7,095.43	7,943.21	15.05
支付其他与经营活动有关的现金	340.68	328.99	325.25	-2.29
收回投资收到的现金	147.00	120.90	75.54	-28.31
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	152.75	189.81	202.48	15.13
投资支付的现金	348.20	295.41	328.55	-2.86
吸收投资收到的现金	96.85	153.25	36.16	-38.90
取得借款收到的现金	798.63	1,215.55	1,761.07	48.50
偿还债务支付的现金	803.30	1,154.58	1,269.90	25.73
经营活动产生的现金流量净额	331.74	119.62	221.98	-18.20
投资活动产生的现金流量净额	-323.80	-393.33	-401.81	11.40
筹资活动产生的现金流量净额	15.47	279.07	382.17	397.02

资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司经营活动现金流入呈连续增长趋势，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 98.00%以上。同期，公司经营活动现金流出呈连续增长趋势，其中购买商品、接受劳务支付的现金占 84.00%以上。公司经营活动现金净流量波动下降。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 105.82%、112.96%和 109.85%，经营获现能力强。

公司投资活动现金流入规模较小，主要以收回投资收到的现金为主。2017—2019 年，因公司固定资产购建、PPP 项目等对外投资方面的投资支出连续增长，公司投资活动现金持续净流出。

2017—2019 年，公司对外融资需求较高，公司筹资活动现金持续净流入，筹资活动现金流入规模大且连续增长。公司筹资活动现金流入主要为股东增资、发行股票、银行借款和发行债券形成的现金流入，筹资活动现金流出为偿还债务支付的现金等形成的现金流出。

⁸根据《企业会计准则第 22 号--金融工具确认和计量》应用指南，金融资产减值准备所形成的预期信用损失应通过“信用减值损失”科目核算，因此 2017 年后执行新会计准则的企业，金融资产发生的坏账准备通过“信用减值损失”科目核算，不再通过“资产减值损失”科目核算。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力很强、长期偿债能力强，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

表 9 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标			
流动比率	1.13	1.05	1.05
速动比率	0.72	0.61	0.58
现金短期债务比	1.21	0.90	0.97
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	4.15	4.52	4.56
EBITDA 全部债务比	0.16	0.16	0.17

资料来源：公司年报，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，现金短期债务比波动下降，综合考虑到公司经营活动现金流入规模大，货币资金较为充足，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 连续增长，分别为 333.83 亿元、381.20 亿元和 482.38 亿元，年均复合增长 20.21%。2019 年，公司 EBITDA 较上年增长 26.54%，主要系利润总额增长所致，主要由计入财务费用利息支出（占 11.07%）、利润总额（占 64.95%）、折旧（占 19.94%）和摊销（占 4.04%）构成。公司 EBITDA 利息倍数较高，且 EBITDA 对全部债务覆盖能力较强，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年末，公司合并口径对外担保余额为 101.34 亿元，占净资产比重为 4.13%，对外担保规模较小，且对外担保对象大部分为国企，或有负债风险很低。

截至 2019 年末，公司未决诉讼标的金额为 34.46 亿元，公司对很可能产生损失和赔偿的部分计提相应的预计负债。

截至 2019 年末，公司整体银行授信 17,874.63 亿元，尚未使用额度 9,602.20 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，作为大陆和香港两地上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：1101020000714337），截至 2020 年 03 月 02 日，公司本部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。

6. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司所有者权益稳定性一般，盈利能力较强。

公司合并范围内子公司较多，主营业务由子公司运营，其中母公司营业收入占合并营业收入的 6.51%。公司子公司大部分通过同一控制下的企业合并、设立或投资设立产生，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 3,529.98 亿元，较年初增长 7.15%。其中，流动资产为 1,361.25 亿元，非流动资产为 2,168.72 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 380.28 亿元。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 1,833.64 亿元，较年初增长 11.86%。主要由实收资本（占

13.40%)、其他权益工具(占 17.20%)、资本公积(占 33.19%)和未分配利润(占 31.35%)构成,所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末,母公司负债总额 1,696.33 亿元,较年初增长 2.49%。其中,流动负债 1,375.05 亿元(占 81.06%),非流动负债 321.28 亿元(占 18.94%)。从构成看,流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成,非流动负债主要由应付债券和长期应付款构成。截至 2019 年末,全部债务 515.70 亿元,其中,短期债务 236.72 亿元(占 45.90%),长期债务⁹278.98 亿元(占 54.10%),债务结构较为均衡。2019 年资产负债率为 48.06%,较年初降低 2.19 个百分点。

2019 年,母公司营业收入为 554.07 亿元,净利润为 136.01 亿元。

八、公司债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司债务的影响

截至 2019 年末,公司全部债务为 2,886.19 亿元,本期拟发行债券规模为不超过 35.00 亿元(含),对公司债务规模影响不大。

截至 2019 年末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.76%、54.04%和 32.06%。以公司 2019 年末报表财务数据为基础,预计本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,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 76.84%、54.34%和 32.71%,公司债务负担有所加重,但仍处于合理水平。此外考虑到公司募集资金部分用于偿还公司及下属公司有息债务,公司实际债务指标或将低于预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础,公司 2019 年 EBITDA 为 482.38 亿元,为本期债券发行额度的 13.78 倍,EBITDA 对本期债券的保障能力高。2019 年经营活动产生的现金流入额为 9,510.42 亿元,为本期债券发行额度的 271.73 倍,公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析,并考虑到公司行业地位、股东背景、规模等因素,联合评级认为,公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为国务院国资委下属企业,是全球大型的多功能综合型建设集团之一,在股东背景、行业地位、资质荣誉、专业技术水平及经营规模等方面具有显著优势。近年来,公司项目储备充足,营业收入及净利润稳步增长。同时,联合评级也关注到建筑行业竞争激烈、公司债务规模大且连续增长等因素对其信用水平带来的不利影响。

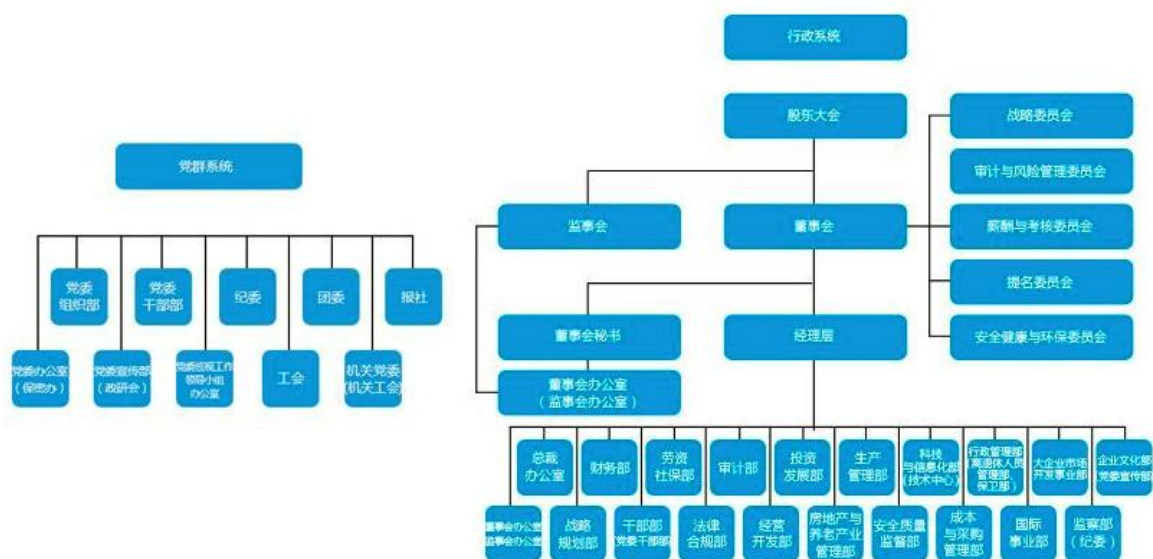
随着众多区域规划的出台与实施,各地将迎来大量基础设施建设战略布局与投资,为建筑业企业带来较大的市场需求,公司外部发展环境良好。目前公司项目储备较为充足,未来随着储备项目的开展,公司业务及资产规模有望进一步扩大。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期债券不能偿还的风险极低。

⁹ 母公司长期债务为长期借款和应付债券合计数

```
graph TD; A[国务院国有资产监督管理委员会] -- 90% --> B[中国铁路工程集团有限公司]; B -- 47.21% --> C[中国中铁股份有限公司];
```

附件 2 中国中铁股份有限公司
组织结构图（截至 2019 年末）



中国中铁股份有限公司

附件 3-1 中国中铁股份有限公司 主要财务指标（合并报表）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	8,440.84	9,426.76	10,561.86
所有者权益（亿元）	1,697.20	2,221.44	2,454.75
短期债务（亿元）	1,302.06	1,575.29	1,727.70
长期债务（亿元）	839.59	866.16	1,158.49
全部债务（亿元）	2,141.65	2,441.46	2,886.19
营业收入（亿元）	6,933.67	7,404.36	8,508.84
净利润（亿元）	142.04	174.36	253.78
EBITDA（亿元）	333.83	381.20	482.38
经营性净现金流（亿元）	331.74	119.62	221.98
应收账款周转次数（次）	4.57	5.42	7.72
存货周转次数（次）	2.67	2.56	2.58
总资产周转次数（次）	0.87	0.83	0.85
现金收入比率（%）	105.82	112.96	109.85
总资本收益率（%）	5.16	5.36	6.14
净资产收益率（%）	8.91	8.90	10.85
营业利润率（%）	9.15	9.46	9.39
费用收入比（%）	5.31	5.81	5.77
资产负债率（%）	79.89	76.43	76.76
全部债务资本化比率（%）	55.79	52.36	54.04
长期债务资本化比率（%）	33.10	28.05	32.06
EBITDA 利息倍数（倍）	4.15	4.52	4.56
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	0.17
流动比率（倍）	1.13	1.05	1.05
速动比率（倍）	0.72	0.61	0.58
现金短期债务比（倍）	1.21	0.90	0.97
经营现金流动负债比率（%）	5.70	1.92	3.28
EBITDA/本期发债额度（倍）	9.54	10.89	13.78

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 本报告所用收入计算指标均指营业总收入；4. 本报告已将合并报表长期应付款和租赁负债中有息债务调整至长期债务进行分析

附件 3-2 中国中铁股份有限公司

主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	2,694.27	3,294.43	3,529.98
所有者权益（亿元）	1,362.23	1,639.27	1,833.64
短期债务（亿元）	73.38	282.36	236.72
长期债务（亿元）	202.74	177.62	278.98
全部债务（亿元）	276.12	459.97	515.70
营业收入（亿元）	383.87	407.52	554.07
净利润（亿元）	190.24	111.19	136.01
EBITDA（亿元）	219.64	133.47	167.07
经营性净现金流（亿元）	111.87	118.52	188.83
应收账款周转次数（次）	4.83	3.78	5.21
存货周转次数（次）	/	/	/
总资产周转次数（次）	0.15	0.14	0.16
现金收入比率（%）	109.38	110.78	111.90
总资本收益率（%）	13.62	7.06	7.38
净资产收益率（%）	14.85	7.41	7.83
营业利润率（%）	6.86	5.05	5.56
费用收入比（%）	-1.64	6.65	6.32
资产负债率（%）	49.44	50.24	48.06
全部债务资本化比率（%）	16.85	21.91	21.95
长期债务资本化比率（%）	12.95	9.78	13.21
EBITDA 利息倍数（倍）	10.83	6.45	5.92
EBITDA 全部债务比（倍）	0.80	0.29	0.32
流动比率（倍）	1.12	0.99	0.99
速动比率（倍）	1.10	0.98	0.97
现金短期债务比（倍）	7.63	1.61	1.61
经营现金流动负债比率（%）	9.91	8.22	13.73

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 因相关数据未获得，指标用“/”列示；3. 因母公司其他长期债务数据未获得，母公司债务未考虑其他长期债务

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国中铁股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券 (第一期) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司(联合评级)对跟踪评级的有关要求,联合评级将在本次(期)债券存续期内,在每年中国中铁股份有限公司年报公告后的两个月内,且 not 晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级,并在本次(期)债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国中铁股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。中国中铁股份有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国中铁股份有限公司的相关状况,以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款,如发现中国中铁股份有限公司或本次(期)债券相关要素出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本次(期)债券的信用等级。

如中国中铁股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至中国中铁股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次(期)债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告,且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间;同时,跟踪评级报告将报送中国中铁股份有限公司、监管部门等。

