

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



中国铁建
中國鐵建股份有限公司
China Railway Construction Corporation Limited
(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：1186)

海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條而作出。

茲載列中國鐵建股份有限公司(「本公司」)在上海證券交易所網站於2018年5月28日刊登的「中國鐵建股份有限公司2018年公開發行可續期公司債券(第三期)信用評級報告」，僅供參閱。

承董事會命
中國鐵建股份有限公司
董事長
孟鳳朝

中國·北京
2018年5月28日

於本公告日期，董事會成員包括：孟鳳朝先生(董事長、執行董事)、莊尚標先生(總裁、執行董事)、夏國斌先生(執行董事)、劉汝臣先生(執行董事)、葛付興先生(非執行董事)、王化成先生(獨立非執行董事)、辛定華先生(獨立非執行董事)、承文先生(獨立非執行董事)及路小薔女士(獨立非執行董事)。



信用等级通知书

信评委函字[2018]G095-F4号

中国铁建股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国铁建股份有限公司2018年公开发行永续期公司债券（第三期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月十五日

中国铁建股份有限公司 2018年公开发行永续期公司债券（第三期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中国铁建股份有限公司
发行规模	不超过 20 亿元。
债券期限	本期债券基础期限为 3 年，在约定的基础期限未及每个续期的周期末，发行人有权行使续期选择权，于发行人行使续期选择权时延长 1 个周期，在发行人不行使续期选择权全额兑付时到期。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。
偿还方式	在发行人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等同于发行人普通债务。
续 期 选 择 权	本期债券以不超过每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长不超过 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。发行人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。
赎 回 选 择 权	(1) 发行人因税务政策变更进行赎回：发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。 (2) 发行人因会计准则变更进行赎回。
递延支付利息权	本期债券附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人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。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行永续期公司债券（第三期）”信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体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。中诚信证评肯定了公司行业地位领先、施工资质全面、产业链完备、业务覆盖范围广、技术实力强劲、科研水平一流和项目储备充沛等正面因素为其业务发展及信用水平提供的有力支持。同时，中诚信证评也关注到公司海外业务面临的政治、汇率风险加剧和债务压力加大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- ▶ 行业地位领先、施工资质全面。公司在业内拥有完整的资质体系，目前拥有经中华人民共和国住房和城乡建设部核准的施工总承包特级资质 65 项，高居行业首位；是全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，2015 年至 2017 年连续入选“世界 500 强企业”，分别排名第 79 位、第 62 位和第 58 位；连续 17 年入选 ENR“全球最大 250 家工程承包商”，近三年排名均保持在前三位。
- ▶ 产业链完备、业务覆盖范围广。公司业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易及其他业务等，具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资等完善的行业产业链，具备为业主提供一站式综合服务的能力。在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域具有领导地位。目

概况数据

中国铁建	2015	2016	2017
所有者权益(亿元)	1,288.19	1,487.16	1,786.49
总资产(亿元)	6,960.96	7,593.45	8,218.87
总债务(亿元)	1,856.43	1,868.44	1,964.47
营业总收入(亿元)	6,005.39	6,293.27	6,809.81
营业毛利率(%)	11.45	9.21	9.24
EBITDA(亿元)	342.37	360.61	396.11
所有者权益收益率(%)	10.38	9.99	9.47
资产负债率(%)	81.49	80.42	78.26
总债务/EBITDA(X)	5.42	5.18	4.96
EBITDA 利息倍数(X)	3.25	3.92	4.10

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

曹梅芳 mfciao@ccxr.com.cn

张晨爽 cyzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月15日

前，公司业务范围遍及除台湾省以外的全国 31 个省、自治区、直辖市和香港、澳门特别行政区，以及世界 116 个国家，业务辐射范围较广。

- 技术实力强劲、科研水平一流。公司在高速铁路、高原铁路、城市轨道交通和长隧、高桥的设计施工等多个专业技术领域达到国内领先水平，部分尖端技术达到世界先进水平。截至 2017 年末，公司在工程承包、勘察设计咨询等领域获得了 731 项国家级奖项，其中国家科技进步奖 72 项，国家勘察设计“四优”奖 141 项，詹天佑土木工程大奖 90 项，国家优质工程奖 306 项，中国建筑工程鲁班奖 122 项；累计拥有专利 8,346 项、获国家级工法 292 项。
- 项目储备充沛。2015~2017 年公司新签合同额分别为 9,487.59 亿元、12,191.07 亿元和 15,083.12 亿元，截至 2017 年末，未完成合同额 23,966.30 亿元，同比增长 21.18%，充沛的项目储备对公司未来稳定经营形成了有效支撑。

关注

- 债务压力加大。公司财务杠杆水平持续高企，截至 2017 年末资产负债率为 78.26%，且随着运营资金需求加大，公司债务规模增长较快。2015~2017 年末公司总债务规模分别为 1,856.43 亿元、1,868.44 亿元和 1,964.47 亿元。
- 海外业务面临的政治、汇率风险加剧。目前公司海外业务发展速度较快，人民币汇率的波动频繁使公司将面临较高的汇率风险；同时公司海外项目主要集中在亚洲、非洲、中东和拉美等地区，局部地区的政治局持续动荡，公司海外业务面临的政治风险加剧。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

中国铁建 2007 年 11 月由中国铁道建筑总公司（以下简称“中铁建总公司”，2017 年 12 月 11 日更名为中国铁道建筑有限公司）独家发起设立。公司设立时，中发国际资产评估有限公司以 2006 年 12 月 31 日为评估基准日，就中铁建总公司拟整体重组、独家发起设立股份公司所涉及的纳入股份公司的资产及相关负债进行了评估，中铁建总公司投入中国铁建的净资产计 949,874.43 万元。注册成立日，公司将中铁建总公司投入的重组净资产 949,874.43 万元按 84.22% 的折股比例折成 800,000 万股，每股 1 元，未折入股本的 149,874.43 万元于开账时计入公司的资本公积。2008 年 3 月 10 日，公司 A 股在上海证券交易所上市（股票代码：601186.SH）；2008 年 3 月 15 日，公司 H 股在香港交易所上市（股票代码：1186.HK）。2015 年 7 月，公司非公开发行 124,200 万股人民币普通股（A 股），发行价格为人民币 8 元/股，实际募集资金人民币 9,936,000,000,000 元，扣除各种发行费用后，募集资金净额为人民币 9,822,942,800 元，其中新增注册资本（实收股本）合计人民币 1,242,000,000 元，截至 2015 年末，公司注册资本（实收股本）为 13,579,541,500 元。截至 2017 年末，公司注册资本（实收股本）为 13,579,541,500 元，中铁建总公司持有公司 55.73% 的股权，国务院国有资产监督管理委员会持有中铁建总公司 100% 的股权，为公司实际控制人。

公司系具有工程总承包特级资质，拥有对外经营权的国有特大型建筑企业集团之一，是我国最大的两家铁路施工企业集团之一。公司业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易等，业务范围遍及除台湾省以外的全国 31 个省、自治区、直辖市和香港、澳门特别行政区，以及世界 116 个国家。

截至 2017 年末，公司总资产为 8,218.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 1,786.49 亿元，资产负债率为 78.26%。2017 年，公司实现营业收入 6,809.81 亿元，净利润 169.19 亿元，经营活

动净现金流 254.04 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第三期）
发行规模	不超过 20 亿元。
债券期限	本期债券基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，发行人有权行使续期选择权，于发行人行使续期选择权时延长 1 个周期，在发行人不行使续期选择权全额兑付时到期。
票面金额和发行价格	本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次。
续期选择权	本期债券以不超过每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长不超过 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。发行人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。
赎回选择权	（1）发行人因税务政策变更进行赎回：发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。（2）发行人因会计准则变更进行赎回。
递延支付利息	本期债券附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人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。
偿还方式	在发行人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等同于发行人普通债务。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

2017 年，我国国内生产总值为 827,122 亿元，较上年增加 83,537 亿元，折美元相当于 2016 年世界排名第 14 位的澳大利亚 GDP 总量规模（根据世界银行发布的数据）。按可比价格计算，较上年增

长 6.9%，提高 0.2 个百分点，实现了 2010 年以来经济增长首次提速。其中，第一产业增加值 65,468 亿元，比上年增长 3.9%，提高 0.6 个百分点；第二产业增加值 334,623 亿元，比上年增长 6.1%，回落 0.2 个百分点；第三产业增加值 427,032 亿元，比上年增长 8.0%，提高 0.3 个百分点。分季看，四个季度国内生产总值增速分别为 6.9%、6.9%、6.8% 和 6.8%，保持较为平稳增长的态势。2018 年一季度国内生产总值 198,783 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.8%。分产业看，第一产业增加值 8,904 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 77,451 亿元，增长 6.3%；第三产业增加值 112,428 亿元，增长 7.5%。

图 1：2013~2017 年国内生产总值及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

三季度以来，环保趋严背景下制造业投资增速回落，受高基数影响基建投资增长放缓，与上半年相比投资增速有所回落。但严厉调控下房地产投资增长依旧快于上年同期，这一方面与基数较低有关，另一方面也与地方政府推地节奏加快房地产企业土地购置支出加大有关，后续随着基数加大、调控效果继续显现，房地产投资仍有下行压力。社会消费品零售总额虽然在三季度出现波动，但考虑到居民收入增长持续加快，服务业消费快速增长，包含服务在内的总消费依然稳健，消费对经济增长的贡献率依旧保持在 60% 以上。出口贸易方面，2018 年一季度以人民币计价出口金额增长 7.4%，同比下降 7.4 个百分点；进口金额同比增长 11.7%，同比下降 14.8 个百分点。近期中美贸易摩擦加剧，导致国际贸易形势存在一定的不确定性，若贸易战持续升温，我国的出口将面临一定的压力。

受益于供给侧结构性改革，2017 年 PPI 除二季度 3 个月环比下跌外，其余 9 个月均环比上涨，全

年累计上涨 4.9%，其中，上游生产资料价格上涨 6.4%。在去产能和环保趋严背景下，煤炭、钢铁、石油、有色金属等主要原材料价格上涨，PPIRM 和 PPI 持续处于高位，二者剪刀差居高不下，挤压了中下游企业利润空间，利润从中下游向上游转移的态势持续，对制造业投资形成制约。2018 年 3 月我国 PPI 同比上涨 3.1%，较上月继续下降 0.6 个百分点，环比下降 0.2%。4 月以来，主要工业品种，油价有所上升，钢铁价格保持稳定而煤价继续下跌，PPI 环比或将继续维持下降趋势，但由于上年 4 月起 PPI 增速基数有所下降，PPI 同比增速或将保持稳定。

十九大报告和中央经济工作会议提出要坚决打好防范化解重大风险的攻坚战，需要加强金融监管协调、补齐监管短板；十九大闭幕以来，监管部门对金融监管的力度不断增强。2017 年 M2 与名义 GDP 同比出现明显背离的走势，同比增速整体处于下滑通道，从 1 月的 11.3% 持续下滑，5 月跌破 10%，8 月跌破 9% 至 8.9%，四季度整体在 9% 上下小幅震荡，10 月数据是历史最低 8.8%。然而与此同时，2017 年信贷量却整体走高，自二季度开始，信贷同比增速均为正。社会融资规模受到贷款放量的拉动，表外融资萎缩，但依然保持上抬走势，M2 与社融走势分化。2017 年 12 月，央行等五部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，意味着金融去杠杆在 2018 年仍将是货币供给的主旋律。2018 年 3 月，由于新增社会融资规模持续下降，货币创造速度减缓，我国 M2 同比增速为 8.2%，环比下降 0.6 个百分点，在结构性去杠杆的政策背景下，整体融资环境收紧。统一同类资管产品的监管标准，提高非银金融机构开展通道业务的门槛，不仅使得 M2 继续保持低速增长，亦会涉及表外继而拖累社融同比增速下滑。

后续来看，房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力，新动能短期内仍难以成为拉动经济增长的主要动力，改革效应短期难以充分显现，中国经济仍面临一定下行压力。但是，全球经济底部运行中有所改善，全球贸易增长加快，中国经济运行外部环境持续向好；“十九大”指明了社会主义

新时代市场经济改革的方向，改革开放力度有望加大，供给侧改革持续推进，将为经济增长提供新的制度红利；同时，产业和消费结构升级、新旧动能转换持续，中国经济企稳向好基础仍存。

不过，中国经济企稳向好中仍需关注以下几方面风险：1) 总体杠杆率虽边际改善，但债务规模刚性压力依然存在，非金融企业部门杠杆率仍显著高于国际平均水平，居民部门杠杆率攀升，政府部门债务风险总体可控但存在区域性、结构性风险；2) 调控之下房价快速上涨势头虽得到遏制，但房地产结构性泡沫依然存在；3) 金融监管趋严背景下，实体经济融资门槛和成本都有所提高，实体经济维持和扩大生产面临资金来源压力；4) 产能去化和环保趋严带动主要原材料价格上涨加快，PPI与PPIRM剪刀差处于高位，将对企业利润改善形成制约。

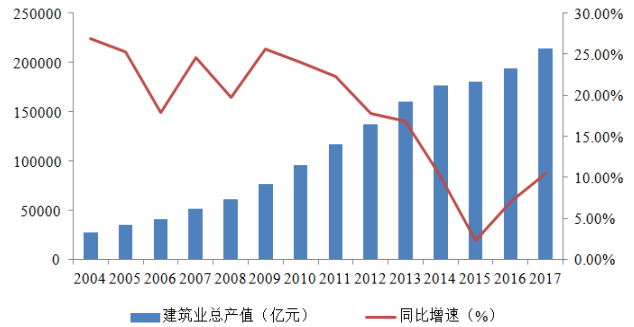
习近平总书记在“十九大”报告中再次强调了“守住不发生系统性金融风险的底线”。在未来一段时间内，“防风险”仍将是宏观调控的重要目标，央行将进一步健全货币政策和宏观审慎双支柱调控框架，实施稳健的货币政策，但9月底定向降准后，全面降准必要性降低。金融改革步伐有望加快，金融监管持续趋严，房贷将继续收紧。财政政策仍将保持积极，支出进度加快与减税降费将继续得到有效落实。

建筑业总体概况

建筑业是国民经济的重要支柱产业之一，其发展与社会固定资产投资规模保持着密切的关系。近年来，我国国民经济始终保持着快速良好的发展态势，全社会固定资产投资规模逐年递增，“十二五”期间实现年均复合增长率 15.94%。2016 年我国全社会固定资产投资为 606,466 亿元，同比增长 7.9%（扣除价格因素，实际增长 8.6%），增速同比有所降低。伴随着固定资产投资的增长，国内建筑业亦保持了增长态势，“十二五”期间，建筑业增加值年均复合增长率为 9.75%。2016 年我国全社会建筑业增加值为 49,522 亿元，同比增长 6.6%；同期全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6,745 亿元，同比增长 4.6%。2017 年，全国

建筑业总产值达 213,953.96 亿元，同比增长 10.5%。

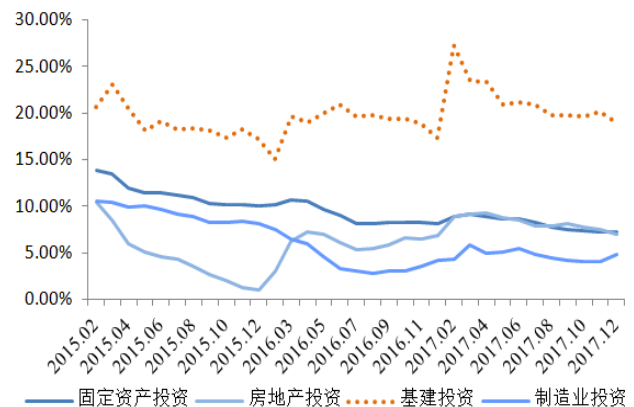
图 2：2004~2017 年全国建筑业累计总产值及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

虽然近年来全社会固定资产投资继续保持了较快的增长态势，但增速逐年回落，全社会固定资产投资增速的放缓对建筑行业形成了一定压力。从固定资产投资的细分行业来看，基建、制造业和房地产三大行业固定资产投资在城镇固定资产投资中的占比基本保持在 78% 左右，但过去 10 年间三大行业投资增速整体处于下行趋势，除基建外其他两个行业的固定资产投资增速都出现了大幅下降。从三大投资表现看，房地产业受热点城市严厉调控影响投资增速降幅最显著，2017 年增长 3.6%，较上年下降 3.2 个百分点；制造业全年增长 4.8%，较上年提升 0.6 个百分点；基建投资仍是拉动整体投资增长的主力，2017 年增长 14.9%，较上年回落 0.8 个百分点。

图 3：固定资产投资及建筑业三大下游需求同比增速

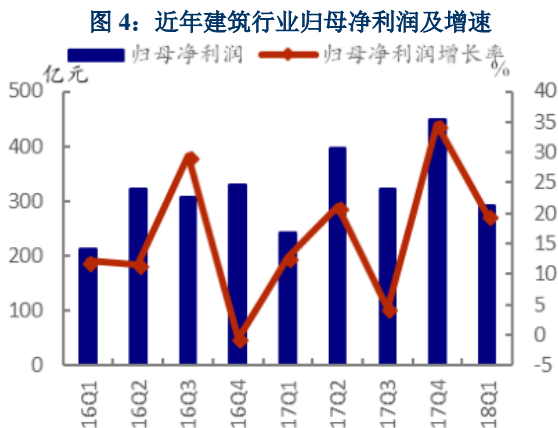


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

中诚信证评认为，近年全社会固定资产投资增速回落主要系全社会固定资产投资基数不断增加，属于正常经济现象。我国建筑业通过持续优化业务模式、提高管理水平，综合实力仍有较大提升空间。此外，“一带一路”、长江经济带、京津冀协同建设等国家战略规划的有效实施，将继续助力我国建筑

业持续健康发展；同时随着新型城镇化进程的进一步推进，PPP在海绵城市和地下综合管廊等项目中的应用，建筑行业增加值增速将维持在合理水平。

建筑行业业绩方面，2017年施工项目计划总投资131.16万亿元，同比增长18.2%；新开工项目计划总投资51.90万亿元，同比增长6.2%。2017年建筑板块整体实现营收43,850.6亿元，同比增长10.39%，增速较上年提升4.29个百分点；实现归母净利润1,412.18亿元，同比增长19%，增速较2016年提升6.4个百分点。



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

此外，2017年4月26日，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出“十三五”期间全国建筑业总产值年均增长7%，到2020年装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。同时提出今后五年建筑业发展的主要目标：以完成全社会固定资产投资建设任务为基础，建筑业增加值年均增长5.5%，全国建筑企业对外工程承包营业额年均增长6%，进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业；巩固保持超高层房屋建筑、高速铁路、高速公路、大体量坝体、超长距离海上大桥、核电站等领域的国际技术领先地位；城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求，能效水平比2015年提升20%，且2020年城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，绿色建材应用比例达到40%；同时加快修订建筑法等法律法规，进一步完善建筑市场法律法规体系。

中诚信证评认为，基础设施行业作为政府刺激

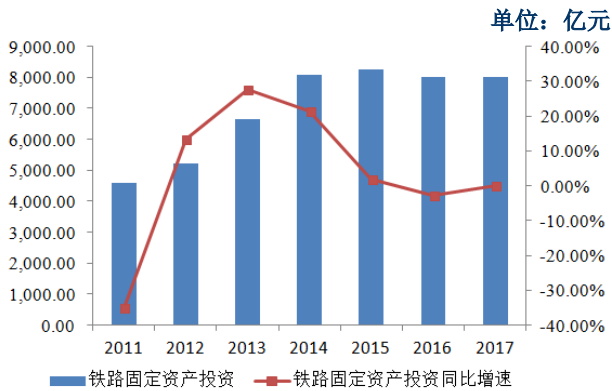
经济增长的重要手段仍将发挥作用，且随着国内总体投资增速放缓及“一带一路”政策的有效推进，拓展国外市场将成为建筑企业发展的必然趋势。此外，装配式建筑作为行业迈向工业化的一大转折，是建筑业可持续发展的根本途径，国家层面及全国各地均设定了装配式建筑的相关发展目标，出台相关政策扶持。发展绿色建筑、实现产业升级、加快信息化将逐步成为建筑业今后发展中的主要方向。

铁路建设概况

铁路是国家重要的交通基础设施，也是资源型和环境友好型的运输方式之一，加快铁路发展已经成为社会各方面的共识。同时，铁路是大众化的交通工具，在我国综合交通体系中处于骨干地位，铁路事业的发展亦对经济社会发展产生重大作用和深远影响。在未来相当长时期内，铁路仍是长距离、大规模的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输的主要手段。

铁路对我国经济的发展意义非凡，近年铁路行业的发展日益受到国家重视。2003~2015年，我国铁路里程数持续增长，从2003年底的7.3万公里增长至2015年底的12.1万公里（同比增长8.2%），复合增长率为4.30%；其中2015年铁路新线投产9,531公里，超额完成1,531公里，当年高铁营业里程超过1.9万公里。2016年是“十三五”规划的开局之年，亦是我国中长期铁路建设的一个新起点，当年铁路投产新线3,281公里，其中高速铁路1,903公里。截至2016年末，全国铁路营业里程达到12.4万公里，同比增长2.5%，其中高铁营业里程超过2.2万公里。同时沪昆高铁全线运营，云桂铁路、渝万高铁等重大项目相继投产；中西部铁路营业里程扩充至9.5万公里，占比达到76.6%；12个铁路扶贫干线工程开工建设，完成投资234亿元。截至2017年底，全国铁路营业里程达12.7万公里，同比增长2.42%，其中高铁营业里程2.5万公里。

图5：2011~2017年我国铁路固定资产投资情况



资料来源：铁道部，中诚信证评整理

在当前我国经济转型升级、进入新常态的关键时期，铁路建设发展对稳增长、调结构、惠民生所具有的重要意义日益凸显。2015年，国家发改委对铁路项目的批复进度明显加快，当年全国完成铁路固定资产投资8,238亿元，超额完成238亿元；“十二五”期间，全国铁路固定资产投资完成3.58万亿元，比“十一五”多完成1.15万亿元，增长47%，是历史投资完成最好的五年。2016年我国铁路完成固定资产投资8,015亿元，新增投资规模5,500亿元；2017年，全国铁路行业固定资产投资完成8,010亿元，其中国家铁路完成7,606亿元；投产新线3,038公里，“四纵四横”高铁网提前建成运营。

根据国家铁路局发布《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，“十三五”期间，铁路固定资产投资规模将达3.5~3.8万亿元，其中基本建设投资约3万亿元，建设新线3万公里。2016年7月20日，国家发改委向全国印发修编的《中长期铁路网规划》，总体目标为：到2020年铁路网规模达到15万公里，覆盖80%以上城市，到2025年进一步扩大铁路网络覆盖，铁路网规模达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里。

2017年国家铁路完成旅客发送量30.84亿人，较上年增长9.6%，旅客周转量13,456.92亿人公里，同比增长7.0%；当年全国铁路完成货运总发送量36.89亿吨，较上年增长10.7%，货运总周转量26,962.20亿吨公里，同比增长13.3%。目前，我国铁路完成的客运周转量与货物周转量已居世界第一位，持续增长的铁路负荷使得行业长期需求依然旺盛。中诚信证评认为，未来我国铁路建设投资将

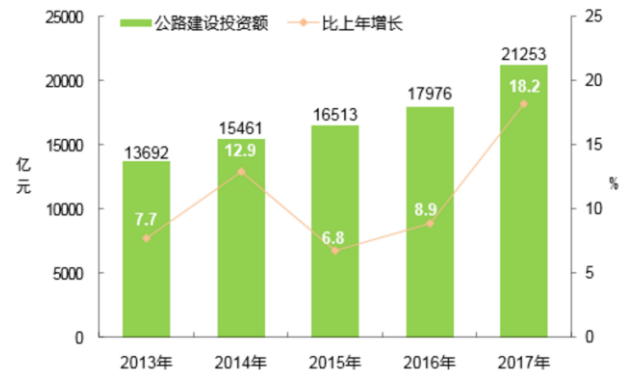
维持在较高的水平，以铁路建设为主的施工企业亦将从行业发展中受益。

公路建设概况

近年来，我国对公路的投资建设力度加大，以公路为代表的交通基础设施建设实现了快速发展，主要体现在以下方面：

我国公路投资规模不断扩大。2015年，全国完成公路建设固定资产投资16,513.30亿元，同比增长6.8%。2016年作为“十三五”的开局之年，全国完成公路固定资产投资17,975.81亿元，同比增长8.9%，超额完成全年目标。进入2017年以来，全国公路投资打破了过去两年以来增速在10%以下的局面，2月同比增速由1月的3%迅速提升至36%，3~5月增速虽略有放缓但仍保持在32%以上，6月增速虽下滑至28.94%，但仍处近年来的较高水平。2017年全国公路建设累计完成投资21,253.33亿元，较上年增长18.2%，增速较2015和2016两年大幅提高。

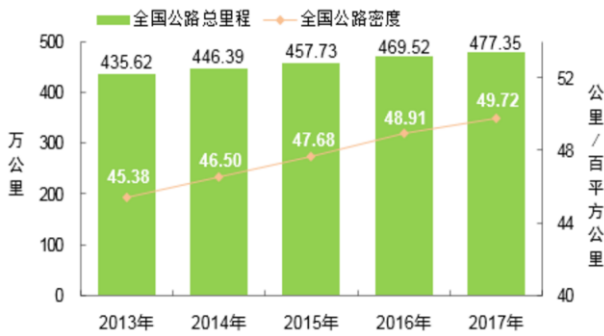
图6：全国公路固定资产投资及同比增速



资料来源：中华人民共和国交通运输部

公路总里程及公路密度持续增长。根据交通运输部《交通运输行业发展统计公报》，我国公路总里程由2010年的400.8万公里增加到2016年的469.63万公里，我国公路密度由2010年的41.8公里/百平方公里提高到2016年的48.92公里/百平方公里。截至2017年末，全国公路总里程达到477.35万公里，全国公路密度为49.72公里/百平方公里。

图7：2013~2017年我国公路总里程及公路密度



资料来源：中华人民共和国交通运输部

目前公路投资正在逐渐向 PPP 模式转移。由于众多公路项目拥有收费权，能够在项目建成后提供稳定的现金流，所以是最适合社会资本投资的基础设施项目之一。

此外，根据交通运输部、国家发改委发布的《国家公路网规划（2013-2030年）》，预计到2030年，我国高速公路里程将达到13.6万公里（含规划远期展望）。“十三五”期间，国家将加快推进由7条首都放射线、11条北南纵线、18条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设；提高长江经济带、京津冀地区高速公路网络密度和服务水平，推进高速公路繁忙拥堵路段扩容改造；新建改建高速公路通车里程约3万公里。

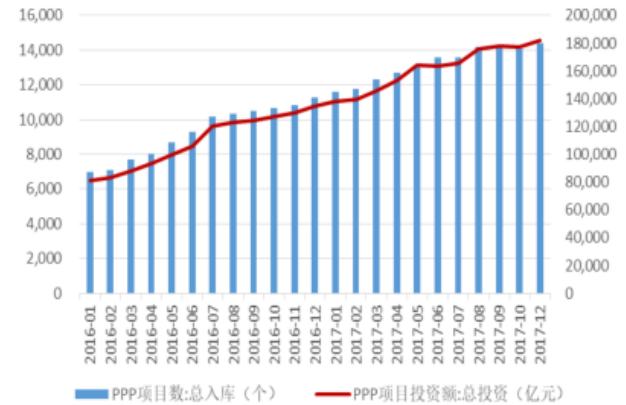
总体来看，公路投资具有实用性强、经济性好等特点，且契合当前中央城镇化政策路线，未来公路建设投资仍将为国家基础建设投资的重要领域，并有望成为各地政府投资的主要方向；此外，当前全国公路发展尚未完全形成网络规模效应，各区域发展不平衡，后续仍有较大规模建设投资及改扩建需求。中诚信证评认为，未来全国公路建设投资仍将维持在较高的合理水平。

PPP 模式概况

近年 PPP 项目整体规模持续扩大，落地速度加快，落地率持续上升。截至2017年12月末，全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台收录管理库和储备清单 PPP 项目共14,424个，总投资额18.2万亿元，同比分别增长28.1%和34.8%。截至2017年12月末，落地项目2,729个，落地投资额4.6万亿元，落地率38.2%（即已落地项目数与管理库项目数的比值），较上年末提高6.6个百分点，其

中，国家示范性项目落地597个、投资额1.53万亿元、落地率为85.7%，较上年末提升36.0个百分点，落地率持续提升。

图8：PPP入库项目及投资规模



资料来源：Wind，中诚信证评整理

我国 PPP 模式地域发展不平衡，西部地区项目需求较大，而项目落地率则以东部地区较好。近年来，新疆和贵州等西部地区 PPP 发展较为迅速，而上海等东部地区则相对缓慢。此外，行业发展不平衡，市政工程等仍为主要热点，绿色低碳项目受重视度提高；而社会保障、林业、科技和农业等有关项目热度则有待进一步提升。市政工程和交通建设等具有高投入、盈利模式清晰等优点，当前仍是 PPP 模式下的优先选择；截至2017年12月末，管理库 PPP 项目数入库前三位是市政工程、交通运输和生态环保，合计占管理库项目总数的59.25%；投资额前三位是市政工程、交通运输和城镇综合开发，合计占管理库总投资的71.56%。其中，市政工程累计落地1,152个项目，落地率42.21%，总投资1.69万亿元；交通运输累计落地369个项目，落地率36.61%，总投资1.23万亿元；生态环保累计落地212个，落地率39.40%，总投资3,366亿元；城镇综合开发累计落地159个，落地率38.13%，总投资4,969亿元。

从社会资本合作方类型来看，国有独资占比最大，民营企业数量占比有所下降。截至2017年12月末，597个落地示范项目的签约社会资本信息已入库，包括333个独家社会资本项目和264个联合体项目。签约社会资本共981家，包括民营企业340家（占比35%，较上年下降4.24个百分点）、港澳台27家、外商16家、国有企业569家（占比58%，

较上年上升 2.63 个百分点)，另外还有类型不易辨别的其他 29 家，当前 PPP 市场仍以国企为主导。

我国 PPP 模式发展中同时存在较多问题。目前我国 PPP 模式的运作缺乏国家法律法规层面的支持，社会资本进入城市基础设施投资在我国面临法律保障不完善的问题，致使 PPP 项目的吸引力和可行性不足。政府过度看重融资，导致项目选择上的懒惰与盲目；同时，政府购买服务的泛化使用对 PPP 产生了一定的挤出效应，影响 PPP 规范推广，并可能成为地方政府债务风险的重大隐患。PPP 模式为社会资本参与基础设施投资提供了可能，但目前社会资本参与 PPP 项目积极性不高，主要原因系退出渠道不丰富、资本投资周期与项目周期不匹配。此外，PPP 模式运营中缺乏独立客观的第三方评估机构，项目实施效率有待提升。

PPP 模式下基础设施建设企业获得了发展机遇，但同时面临一定考验。由于 PPP 项目中政府扮演了多种角色，主导工作包括需求分析、投资分析决策、特许权授予、担保、产品或服务购买、土地供给和提供税收优惠等，基础设施建设企业在与政府的合作中可能面临政府不能恰当履行自身职责的风险，使项目推进面临一定不确定性。此外，虽然我国陆续出台了一系列政策措施，但因 PPP 项目尚处于探索发展阶段，对口公共管理部门对项目推进中的各项问题可能缺乏妥善解决的经验，建设企业维权的成本依然很高。目前，在我国基础设施建设中，应用 PPP 模式虽已有先例，但项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确、融资成本高、运营回报率低等一系列问题，项目进入实质性执行阶段尚存在一定困难。因此加快出台各项相关政策并推动项目实质性落地是 PPP 模式健康运营亟待解决的问题。

总体来看，PPP 模式将是未来地方政府融资及融资平台转型的重要方向之一，相关法律制度建设将不断完善，未来采用 PPP 模式进行基建投资项目建设有望迎来良好的发展机遇；但随着 PPP 模式的健全、项目发展将从重视数量和落地率转向项目质量，基础设施建设企业的项目管理和资金管控等能力亦面临一定考验。

行业关注

工程总承包运行模式的推广将使大型建筑企业的固有优势得到进一步凸显，而资质较差、实力较弱的中小建筑企业将面临的市场竞争压力加大

承担工程总承包（EPC）任务的公司必须具备与工程总承包相适应的设施、经验、技术、管理能力和人力资源，也因此能够获得较分包商高很多的盈利。但受项目业主利益驱动，目前国内市场中工程总承包项目仅为 10% 左右，主要集中在石化、化工、电力、冶金等专业工程领域。目前，国家主管部门正在着力推进工程总承包模式，工程总承包运行模式的推广将使大型建筑企业的固有优势得到进一步提升。综合来看，工程总承包（EPC）是国际通行的工程建设实施方式，该模式有利于克服设计、采购、施工相互制约和脱节的矛盾，使各环节的工作合理交叉，确保工程进度和质量，更重要的是，有能力的总承包商通过参与设计阶段的项目能获得相对于施工项目更高的利润。

海外业务为我国建筑企业提供了更为广阔的市场空间，但同时亦加大相关企业的业务运营风险

在我国政府“走出去”的政策支持下，我国施工企业在国际市场承揽的业务量快速增大，市场空间的扩大使企业收入增加。通常来讲，地域多元化可以提升专注一地的区域性建筑施工企业的抗风险能力。海外市场开拓伴随着各种风险因素，除与国内市场相同的固有风险外，由于海外业务模式以及所处环境不同，海外风险有着自身的特点。项目所在国政治事件或政府行为以及与其他国家的政治关系可能会导致政治风险；当地社会行为、文化、宗教信仰情况，以及当地社团组织、居民对境外工程承包商的要求与态度等，可能会带来社会人文环境风险；当地宏观经济形势变化和各项法律法规政策规定可能会带来经济、劳务和法律等风险。综上所述可得，海外业务的经营风险可能要比国内更高，对企业的风险控制能力也提出了更高要求。

竞争优势

行业地位领先、施工资质全面

公司是全球最具实力、最具规模的特大型综合

建设集团之一，是我国最大的两家铁路施工企业集团之一，2015年至2017年连续入选“世界500强企业”，分别排名第79位、第62位和第58位；连续17年入选ENR“全球最大250家工程承包商”，近三年排名均保持在前三位；连续入选“中国企业500强”，2015年排名第13位，2016年排名第14位，2017年排名第14位，行业地位领先，竞争优势明显。

公司在业内拥有完整的资质体系，目前拥有经中华人民共和国住房和城乡建设部核准的施工总承包特级资质65项，高居行业首位；此外，公司资质覆盖范围遍及海外，在香港、尼日利亚、阿拉伯联合酋长国、阿尔及利亚、以色列、土耳其、沙特阿拉伯、坦桑尼亚和博茨瓦纳等国家和地区均取得了当地经营的最高资质。

产业链完备、业务覆盖范围广

公司产业链较为完备，业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易及其他业务等，具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资等完善的行业产业链，具备为业主提供一站式综合服务的能力。在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域具有领导地位。

目前，公司经营业务遍及除台湾省以外的全国31个省、自治区、直辖市和香港、澳门特别行政区，以及世界116个国家，业务辐射范围较广。

技术实力强劲、科研水平一流

公司拥有国家级创新平台17个，省级企业技术中心72个、院士专家工作站1个、博士后科研工作站8个，在高速铁路、高原铁路、城市轨道交通和长隧、高桥的设计施工等多个专业技术领域达到国内领先水平，部分尖端技术达到世界先进水平。公司具有高速铁路勘察、设计、施工、制造安装的成套技术，多项技术达到世界先进水平；公司在修建青藏铁路时攻克了高原多年冻土、生态脆弱、高原缺氧三大技术难题，在高原冻土地区修建铁路的成套技术达到了世界领先水平；公司参建的世界第一条高寒地区高速铁路哈大高速铁路全线建成通车，标志着我国高寒地区修建高速铁路技术取得了突

破性进展。此外，公司建设了最高时速达432公里的世界首条商用磁悬浮营运线——上海浦东机场磁悬浮轨道梁；公司设计施工的南京长江隧道项目全线贯通，填补了相关领域研究的空白，标志着我国超大直径盾构隧道的施工技术达到世界领先水平；公司修建的关角隧道是中国已开通运营的里程最长、海拔最高的铁路隧道；公司承担的国家科技支撑计划“预切槽隧道施工成套设备关键技术研究”、“盾构施工煤矿长距离斜井关键技术与示范”进入工程应用阶段，产品达到国际先进水平。公司参与了全国所有城市的轻轨和地铁的建设，制造的清筛机、配碴机、稳定机等一系列符合中国铁路市场的大型自动化养路机械产品从根本上改变了我国铁路依靠人工养路的历史，为中国铁路多次提速创造了条件。

自上世纪八十年代至2017年底，公司在工程承包、勘察设计咨询等领域获得了731项国家级奖项，其中国家科技进步奖72项，国家勘察设计“四优”奖141项，詹天佑土木工程大奖90项，国家优质工程奖306项，中国建筑工程鲁班奖122项；累计拥有专利8,346项、获国家级工法292项。总体看来，公司拥有雄厚的科研和技术实力，以及先进的机械设备，能为公司各项业务开展提供良好保障。

业务运营

作为特大型综合建设集团，公司业务涉及工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易及其他等。受益于国内基础设施建设不断提速，近年来公司业务规模稳步增长，2015~2017年，公司分别实现营业收入6,005.39亿元、6,293.27亿元和6,809.81亿元。

从收入构成来看，工程承包系公司核心及传统业务，近年收入占比均保持在75%以上。2017年公司实现工程承包收入5,841.28亿元，同比增长8.14%；勘察设计咨询、工业制造、房地产开发业务和物流与物资贸易及其他收入占比较小，2017年四类业务收入分别为145.39亿元、142.35亿元、425.87亿元和591.70亿元，收入增速分别为18.61%、-0.73%、11.14%和25.09%。

表 2：2015~2017 年公司营业收入结构情况

单位：亿元、%

业务	2015		2016		2017	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
工程承包	5,193.13	83.8	5,401.35	82.8	5,841.28	81.7
勘察设计咨询	100.80	1.6	122.57	1.9	145.39	2.0
工业制造	146.88	2.4	143.41	2.2	142.35	2.0
房地产开发	286.71	4.6	383.20	5.9	425.87	6.0
物流与物资贸易及其他	469.30	7.6	473.02	7.3	591.70	8.3
抵消前合计	6,196.82	100.0	6,523.54	100.0	7,146.59	100.0
分部间抵消	-191.43	-	-230.27	-	-336.78	-
抵消后合计	6,005.39	-	6,293.27	-	6,809.81	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从所有板块业务量看，2015~2017 年公司新签合同额分别为 9,487.59 亿元、12,191.07 亿元和 15,083.12 亿元，签约规模逐年增长；截至 2017 年末，公司未完成合同额 23,966.30 亿元，同比增长 21.18%，其中国内业务未完成合同额达 19,355.10 亿元，海外业务未完成合同额达 4,611.20 亿元。整体来看，公司现有项目储备较为充沛，能对公司稳定经营形成有效支撑，随着项目的逐步推进，未来公司业务及资产规模有望进一步扩大。

表 3：2015~2017 年公司各板块新签合同额

单位：亿元

业务	2015	2016	2017
工程承包	8,074.38	10,592.51	12,931.85
物流与物资贸易	745.15	649.48	823.21
房地产开发	366.14	494.80	684.13
工业制造	164.27	199.62	283.76
勘察设计咨询	113.46	125.12	170.78
其他业务	24.19	129.53	189.40
合计	9,487.59	12,191.07	15,083.12

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

工程承包业务

工程承包业务是公司核心及传统业务领域，业务种类覆盖铁路、公路、房屋建筑、市政公用、城市轨道交通、水利电力、桥梁、隧道、机场建设等多个领域。公司主要通过中国土木工程集团有限公司、中铁十一局集团有限公司至中铁二十五局集团有限公司、中铁建设集团有限公司、中国铁建电气化局集团有限公司等子公司及其下属企业开展业务，展业区域涵盖我国 31 个省市、自治区以及香港和

澳门特别行政区，并在非洲、亚洲、南美洲和欧洲等海外国家及地区参与基础设施建设工程项目。

表 4：2015~2017 年公司工程承包业务新签合同情况

单位：亿元

	2015	2016	2017
铁路	2,996.86	2,651.05	2,152.62
公路	1,834.72	2,618.52	3,978.89
城市轨道交通	963.50	1,713.01	2,047.56
房建	1,331.22	1,525.87	2,054.13
市政	402.84	1,394.98	1,971.34
水利电力工程	270.55	186.44	242.07
机场码头	103.86	103.94	97.62
其他	170.83	398.70	387.62
合计	8,074.38	10,592.51	12,931.85

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

铁路工程方面，公司是国内最大的两家铁路建设集团之一，始终保持行业领先地位。近年公司承揽了宁夏石嘴山至固原城际铁路（吴忠至中卫段）PPP 项目、银川至西安铁路甘宁段站前工程、郑州至万州铁路湖北段站前工程等大型铁路工程，受近年我国铁路投资有所下降的影响，2015~2017 年铁路工程板块新签合同额分别为 2,996.86 亿元、2,651.05 亿元和 2,152.62 亿元，其中 2017 年铁路工程板块新签合同额同比减少 18.80%，占工程承包板块新签合同额的比例为 16.65%。随着“四纵四横”高铁网的建成运营，铁路投资或将继续下降，但仍将保持高位，公司在国家铁路建设中重要的战略地位，未来公司铁路工程业务承揽量仍较有保障。

公路工程方面，公司是国内最大的公路工程承包商之一，业务主要集中于高速公路和高等级公路

的修建，且在兴建高难度的公路桥梁和隧道方面有较大优势。2017年，由公司承建的世界最大断面公路隧道港珠澳大桥拱北隧道、“国内罕见、世界难题”胡麻岭隧道及博鳌海底隧道等重难点隧道实现贯通，北非最长隧道甘塔斯隧道正式贯通。此外，近年公司先后承揽了成都经济区环线高速公路蒲江至都江堰段、成都新机场高速公路项目、重庆合川至璧山至江津高速公路项目、宜宾至毕节高速公路威信至镇雄段、东川格勒至巧家葫芦口高速公路融资代建项目、昆明(福德立交)-宜良高速公路(昆石复线)政府和社会资本合作项目、曲靖三宝至昆明清水高速公路(昆明段)政府和社会资本合作项目等大型公路项目，业务储备充足。受益于我国基建投资增加以及PPP投资模式对传统施工业务的明显拉动，公司公路工程业务量呈现较快增长，2015~2017年新签合同额分别为1,834.72亿元、2,618.52亿元和3,978.89亿元，其中2017年公司新签合同额同比增长51.95%，占工程承包新签合同额的30.77%。

城市轨道交通工程方面，公司独立修建了我国第一条地铁——北京地铁一号线，并参与了我国各大城市的城市轨道交通建设项目，在行业经验、品牌信誉和综合实力等方面均处于行业前列。近年来公司大力拓展城市轨道交通工程业务，先后承揽了徐州市城市轨道交通2号线一期工程PPP项目、昆明轨道交通5号线PPP项目、乌鲁木齐市轨道交通2号线一期PPP项目、成都地铁6号线一、二期工程投融资建设项目、青岛市地铁4号线工程PPP项目等大型轨道交通工程项目。得益于国内一线城市轨道交通投资增长和基建市场投融资体制发生变化，近年公司城市轨道交通工程新签合同额保持持续增长，2015~2017年分别为963.50亿元、1,713.01亿元和2,047.56亿元。

公司其他基建工程包括房建工程、市政工程、水利电力工程等方面，相应业务表现不一。在国家积极实施京津冀协同发展、长江经济带发展、雄安新区和粤港澳大湾区建设，深入推进新型城镇化、乡村振兴战略和棚户区改造等政策背景下，2017年公司房建工程新签合同额2,054.13亿元，占工程承

包板块新签合同额的15.88%，同比增长34.62%；受益于国内对海绵城市和智慧城市的投资增长，市政工程新签合同额1,971.34亿元，占工程承包板块新签合同额的15.24%，同比增长41.32%；水利电力工程新签合同额242.07亿元，占工程承包板块新签合同额的1.87%，同比增长29.84%；机场码头工程新签合同额97.62亿元，占工程承包板块新签合同额的0.75%，同比减少6.09%。

海外业务方面，公司借助国家鼓励大型建筑企业“走出去”的政策，积极开拓海外市场，近年来连续在海外市场上中标巨额合同，包括尼日利亚奥贡州城际铁路、尼日利亚阿卡铁路、土耳其安伊高铁、安哥拉本格拉铁路、达喀尔至巴马科铁路修复改造项目以及印尼卡扬一级水电站项目等一大批重大项目。此外，在“一带一路”战略背景下，公司参与了哈萨克斯坦、土库曼斯坦、阿塞拜疆、阿富汗、格鲁吉亚等沿线国的铁路、公路、房建等项目的建设。目前公司已成为我国最大的海外工程承包商之一，2015~2017年公司新签海外合同额分别为862.89亿元、1,078.49亿元和1,049.89亿元。公司海外业务的快速发展为经营布局的完善和资源配置的优化起到了较好的引导作用，并为多元化的业务结构提供有效的支撑，但同时也使其面临一定的汇率风险、政治风险及突发性事件的风险，且该风险控制难度高于国内市场。中诚信证评将对公司海外业务的稳定经营及其风险情况保持关注。

公司工程承包业务主要采用施工合同合作模式和融资合同模式。公司已经从以施工承包为主发展成为具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资较为完善的行业产业链的大型建设集团。近年公司大力推进从承包商、建造商向投资商、运营商转型，业务模式转型取得较好的成果，投资驱动力度持续增强。2017年公司高速公路、城市轨道交通、综合管廊、地方铁路及停车场等运营类项目初具规模；海外运营服务业务取得重大突破，亚吉铁路正式运营，尼日利亚阿布贾城铁一期和以色列红线轻轨运营合同相继签订；当年公司成立中铁建国际轨道交通运营有限公司，为海外运营业务构建了专业平台。2017年公司新增投融资项目119

个，投融资经营新签合同额达 3,774 亿元，同比增长 25.86%，占新签合同总额的 25.02%，当年末在手投融资项目总数达到 342 个。随着财金 [2015]57 号文出台政策的逐步落地，公司 BT 项目新增规模压缩，同时快速发展的 PPP 项目亦逐渐从重量转向重质。就现有情况来看，公司资本运营项

目规模处于历史高位，而其资本运营项目具有投资规模大、建设周期长、涉及领域广、复杂程度高、工期和质量要求严等特点，项目运营相比于传统施工面临更大的风险，同时也使公司面临较大的资本支出压力，中诚信证评也将对公司资本运营业务未来的发展情况保持关注。

表 5：截至 2017 年末公司融资合同模式主要项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	投资份额/持股比例	截至2017年末累计投资额 (万元)	项目进度
四川简阳至蒲江高速公路 BOT 项目	1,567,850	100%	1,346,652	2017年12月28日全线开通试运营。
成都经济区环线高速公路德阳至简阳段 BOT 项目	1,362,000	100%	470,476	工程进度正常，项目已完成总投资的34.54%。
G0511 线德阳至都江堰段 BOT 项目	1,595,400	100%	131,906	项目进展正常，项目已完成总投资的8.27%。
成都地铁 5 号线一二期工程投融资建设 BT 项目	1,719,899	100%	719,300	工程进展正常，项目已完成总投资的41.82%。
成都地铁 6 号线投融资 BT 项目	1,766,031	100%	269,789	工程进展正常，项目已完成总投资的15.28%。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营销方面，公司工程承包业务订单主要通过公开招标方式取得，当取得工程相关信息后，公司及下属各工程类子公司单独或以合作方式选取其经评估后认为有利的工程项目在合适的地区内参与投标。公司各下属机构遍布全国各地，能够比较及时地掌握各地的业务信息，公司及下属各工程集团公司也指派专门人员时刻关注政府对重大工程项目进行招标的信息，使得公司能够及时获得重大的工程信息并挖掘潜在的业务机会。此外，随着公司多年业务积累，公司及其下属的各工程集团公司与大多客户维持了良好的合作关系，并与建筑行业内的各专业机构和顾问公司等保持了密切的联系。目前公司工程承包业务客户类型多样，包括国家和地方政府机构投资及管理的公司及其下属投资公司、大型国有企业和外资企业等。

原料采购方面，公司工程承包业务所需主要原材料为钢材、木材、水泥、油料、火工品、防水材料、土工材料、轨道材料等。公司主要采取集中采购的方式，即由各项目部申报原材料采购计划，取得公司批复后，根据区域分布由公司五大区域采购中心（北京、上海、广州、武汉和西安）组织集中采购或由集团公司组织集中招标采购，采购半径一般位于各工程项目所在地附近。近年来，为降低采购成本，避免分散采购的弊端，公司已全面开

展物资集中采购工作，通过实施物资集中采购，进一步提高了公司的盈利能力。

总体看，公司近年铁路工程承揽仍保持高位，公路、市政和城轨等基础设施建设领域实现稳步增长，各项业务呈现良好的发展态势。

勘察设计咨询业务

勘察设计咨询是公司较为重要的业务之一，与工程承包业务紧密相连。公司主要通过中铁第一勘察设计院集团有限公司、中铁第四勘察设计院集团有限公司、中铁第五勘察设计院集团有限公司和中铁上海设计院集团有限公司等企业承揽铁路、城市轨道交通、公路、市政工程、工业与民用建筑、水运工程、水利水电和民航等领域的土木工程和基础设施建设的勘察设计及咨询服务。

作为国内基础设施建设勘察设计咨询行业的领先者，公司拥有雄厚的勘察设计咨询实力，旗下拥有五家最高资质等级的大型工程设计研究院，培养了一批在国内从事基础设施建设勘察设计咨询的领先技术人员。目前公司完成了众多具有代表性的勘察设计项目，其中公司主持勘察设计的西安地铁二号线工程荣获 FIDIC 全球杰出工程奖，成为中国以及亚洲地区唯一获此殊荣的项目，也是全球第一个获 FIDIC 大奖的地铁工程；京沪高速铁路、武

广客运专线武汉站、武汉长江隧道工程、西安至安康铁路秦岭 I 线隧道工程、新建青藏铁路格尔木至拉萨段工程、兰武二线乌鞘岭特长隧道工程入选中国建筑业协会举办的“改革开放 35 年百项经典暨精品工程”；京沪高速铁路 DK950+039-DK1148+522 段工程获得全国工程建设项目优秀设计成果一等奖。

目前公司勘察设计咨询业务的主要客户为国家和地方政府机构投资管理的公司，其中铁路工程勘察设计咨询业务的主要客户为中国铁路总公司、各铁路局和铁路公司等。从新签合同额来看，近三年呈现逐年增长态势。2015~2017 年，公司勘察设计咨询业务新签合同额分别为 113.46 亿元、125.12 亿元和 170.78 亿元；2015~2017 年，公司勘察设计咨询业务收入分别为 100.80 亿元、122.57 亿元和 145.39 亿元，年均复合增长率为 20.09%。

工业制造业务

公司工业制造板块主要产品包括铁路大型养路机械、隧道掘进机等施工设备、高速铁路道岔等配件、电气化接触网导线和零部件等，其产品主要面向铁路和城市轨道交通新建和既有线改造工程，是集研发、制造、销售、服务为一体的制造服务提供商。公司工业制造业务主要通过中国铁建高新装备股份有限公司、中国铁建重工集团有限公司、中铁十一局集团汉江重工有限公司、中铁十六局集团建工机械有限公司、中铁二十局集团西安机械有限公司和中铁建电气化局集团有限公司开展。

公司是亚洲最大、世界第二的大型养路机械设备制造商，是中国生产能力最大、设备最全、工艺最先进的隧道掘进机制造商，先后完成土压平衡系列、泥水平衡系列及硬岩（TBM）系列隧道掘进机的研发与制造，多项技术打破了国外厂家在掘进机领域的长期垄断。此外，公司还生产各类铁路施工机械设备、大型矿山自卸车、冲击压路机等工程设备和高速铁路道岔等轨道系统零部件，高速铁路接触网导线和零部件生产技术达到国内领先水平。截至 2017 年末，公司生产的大型养路机械国内市场占有率达 80%。

2017 年以来，下属工业制造企业在巩固既有装

备制造优势的基础上，大力发展磁悬浮等新型轨道交通装备，加速推进技术创新，带动公司该板块新签合同额增幅较大。2015~2017 年，公司工业制造业务新签合同额分别为 164.27 亿元、199.62 亿元和 283.76 亿元。

房地产开发业务

公司是经国资委批准的可经营房地产业务的央企之一。目前公司房地产业务采取“以住宅开发为主，以配套商业为辅”的经营模式，聚焦长三角、珠三角和环渤海三大核心城市群，加大山东半岛、辽东半岛、海峡西岸、长株潭、武汉及成渝等新兴城市群和国家级新区的项目拓展力度；区域布局坚持以一、二线城市为重点，部分具有良好发展潜力的三、四线城市为补充的发展思路。近年来，公司积极完善房地产项目区域布局，截至 2017 年末，公司分别在北京、上海、广州、天津、重庆、杭州、南京和成都等 57 个国内城市及其它区域开展房地产开发业务，持有开发 191 个项目，总建设用地面积约 1,818 万平方米，规划总建筑面积约 5,933.17 万平方米，在建建筑面积约 1,309.90 万平方米，形成了以一、二线城市为重点，部分发展潜力较好的三、四线城市为补充的梯次布局。2017 年公司完成房地产开发投资 400.71 亿元，其中环渤海区域完成投资 133.41 亿元，西南区域完成投资 134.58 亿元，投资占比分别为 33.29% 和 33.58%。土地储备方面，2017 年公司在北京、上海、广州、天津、重庆、南京等 24 个城市，新获取了 38 宗亩土地，新增规划总建筑面积约 935.08 万平方米。

公司目前的产品主要是以满足自住型刚性需求并兼顾部分改善性需求的住宅产品为主，秉承“优质生活体验营造者”的品牌定位，在业内打造诸如“中国铁建·国际城”、“中国铁建·山语城”、“中国铁建·青秀城”、“中国铁建·梧桐苑”等具有较高知名度的房地产品牌。2017 年，公司审慎分析国家宏观调控政策形势，按照年初提出的“去库存、强销售、控成本、拿好地”工作思路，并结合房地产板块发展实际，有针对性地采取各种有效措施，全力推进房地产业务持续发展。2017 年公司房地产开发业务新签合同额 684.13 亿元，同比增长 38.26%，实现

销售面积 517.31 万平方米，同比增长 18.12%。

总体来看，近年公司房地产开发业务呈现较快的发展态势，但随着国家加强房地产用地调控和市

场监管，商品房开工和销售情况将受到政策、资金环境的影响，中诚信证评将关注未来房地产行业政策的变化对公司该业务板块经营产生的影响。

表 6: 截至 2017 年末公司分区域房地产开发投资情况

地区	项目用地面积 (万平方米)	项目规划计 容建筑面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)	在建建筑 面积 (万平方米)	已竣工面积 (万平方米)	总投资额 (万元)	2017年 投资额 (万元)
环渤海区域	552.47	1,262.78	1,644.96	364.26	924.52	17,206,848	1,334,056
西南区域	603.61	1,728.50	2,273.04	364.79	827.52	16,348,721	1,345,755
长三角区域	370.20	855.99	1,121.47	375.52	516.19	10,799,147	790,408
珠三角区域	274.18	671.87	857.45	192.10	431.91	12,961,246	527,281
其他区域	17.09	30.54	36.25	13.23	17.02	242,500	9,620
合计	1,817.55	4,549.68	5,933.17	1,309.90	2,717.16	57,558,462	4,007,120

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

物流与物资贸易业务

公司是全国最大的铁路工程物流服务商和第二大铁路物资供应商，主营铁路运输、建设所需的钢轨及配件、油料、火工品，大型基建项目所需钢材、水泥等相关物资贸易，以及工程物流、仓储配送、现货贸易、国际贸易等业务，由专业从事物流贸易的全资子公司中铁物资集团有限公司（以下简称“中铁物资集团”）及其他下属公司的物资公司经营。目前，公司基本构建成了纵横东西、贯穿南北、覆盖全国的 70 余个区域性经营网点，拥有 133 万平米的物流场地、4 万余米延长铁路专用线、32,550 立方米成品油储存能力。此外，在公司推进物资集中采购工作过程中，中铁物资集团承担起物资采购中心的职能，整合物流资源，成立了覆盖全国的 11 个区域分中心及 3 个专业分中心，负责公司物资集中采购中遴选供应商及物流配送服务。近年来，公司着力推进物流业务转型升级，广泛开拓工程大宗物资供应链上下游市场，先后开辟了物资贸易、加工制造、国际业务、集采代理、电子商务等新兴领域，并取得一定成效。2015~2017 年公司物流和物资贸易业务新签合同额分别为 745.15 亿元、649.48 亿元和 823.21 亿元。

总体来看，公司依托工程承包主业，不断加强产业结构调整力度，积极推进产业多元化发展，各项业务总体发展态势良好，多元化的经营结构将为其业务稳定提供有力支撑。

发展规划

公司后期业务发展将结合“建筑为本、相关多元、协同一体、转型升级”的发展战略，力争成为技术创新国际领先、竞争能力国际领先、经济实力国际领先，最具价值创造力的综合建筑产业集团。

具体来看，“建筑为本”即公司坚持以建筑主业为本，抢抓国内基建市场的历史机遇，紧跟和融入“京津冀一体化”、“长江经济带”等国家战略和“一带一路”倡议以及国家已批准的上海、天津、广东、福州自贸区和重庆两江新区、贵安新区等区域建设机会，布局相关市场；同时重点关注国家专项产业规划，不断拓展有吸引力的细分领域，为公司长期、持续发展奠定基础。

“相关多元”即公司通过积极的多元化扩张，布局能与现有业务发挥协同效应、增强企业整体盈利能力、提升主业竞争力、扩大品牌影响力，同时具有广阔市场前景，符合国家战略发展需要的新兴产业。

“协同一体”即公司构建投资、设计、施工、运营、地产开发等产业一体化运作的模式，充分发挥中国铁建全产业链优势。

“转型升级”即公司充分把握建筑产业化、建筑信息化、互联网技术等发展机遇，在各产业板块、产业链各环节积极融入这些领先技术，从而推动企业产业构成、商业模式、运营模式的转型升级，以转型促发展。

总体来看，公司根据自身经营环境和实际情况

制定的战略规划较稳健，发展战略有望稳步实现。

公司管治

公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》和中国证监会及上市地交易所关于上市公司治理的法律法规要求，建立了规范的公司治理结构，形成科学有效的职责分工和制衡机制。股东大会、董事会、监事会、经理层各司其职、各负其责、相互制衡、协调运转。股东大会是公司的权力机构，严格按照《公司章程》和《股东大会议事规则》的规定召集、召开，确保所有股东能够充分行使权利，确保所有股东，尤其是中小股东的合法权益。公司董事会系经营决策的常设机构，对股东大会负责，严格按照《公司章程》、《董事会议事规则》及有关法律法规开展工作，董事会成员勤勉尽责；董事会由七名董事组成，设董事长一人，副董事长一人，董事长、副董事长由全体董事的过半数选举和罢免，每届任期为三年，可连选连任；董事会下设提名委员会、战略与投资委员会、薪酬与考核委员会和审计与风险管理委员会，各专门委员会均订有工作细则，对董事会负责，在董事会统一领导下，为董事会决策提供建议、咨询意见。公司设监事会，由三名监事组成，设监事会主席一人，董事、总裁和其他高级管理人员不得兼任监事，监事任期每届三年，任期届满可连选连任；公司监事会对股东大会负责，对公司财务和董事、高管履职情况等进行检查监督。公司日常经营管理实行总裁负责制，设总裁一名，副总裁若干名，并设总会计师一名，副总裁、总会计师协助总裁工作，与总裁同为公司高层管理人员，主持企业营管理管理工作。

内部管理

公司高度重视内部控制与风险管理体系建设工作，按照《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》的相关要求，建立了较为完善的内部管理体系。在横向上，公司总部确立了董事会、经理层、职能部门、各相关业务部门及监督检查部门各司其职、四位一体的“4+1”内部控制与风险管理组织体系；在纵向上，公司确立了“公司总部、

集团公司、工程公司、项目经理部”四级内部控制与风险管理体系架构，在公司总部的统一部署下全面开展内部控制与风险管理体系建设工作。

工程项目管理方面，公司制定了《工程项目管理暂行办法》、《工程质量管理办法》、《优质工程评选办法》、《工程目标化管理指导意见》等系列规章制度，着力推进工程目标标准化、流程化、制度化、管理。公司通过狠抓管理制度、人员配备、现场管理和过程控制标准化四大环节，以机械化、工厂化、专业化、信息化为手段，全面实行技术标准统一、管理标准一致、作业标准规范的工作机制，确保工程管理工作的有效落实。

采购管理方面，公司制定了《设备集中招标采购管理暂行办法》、《物资集中招标采购管理暂行办法》，下发了《关于设备物资产品采购供应有关问题的通知》，从设备物资集中采购的机构与职责、采购计划的上报、供应商的选择、招标采购的业务流程和监督与管理等方面进行了规范。同时，为实现设备物资集中招标采购管理的标准化、信息化、网络化，公司建立了物资招标和机电产品招标网站，及时发布设备物资招投标信息、价格信息、市场动态等内容，以确保信息的及时传递及集中采购工作的规范有序。

销售管理方面，公司制定了《工程经营工作指导意见》、《工程项目变更索赔指导意见》、《经营工作协调管理办法》、《变更索赔工作定期报表制度》、《新签合同额统计管理办法》等制度，引领和规范全系统工作开展。针对不同市场，公司制定了不同的销售管理策略，着力改善产品结构，提高经济效益。进一步强化计划统计工作的作用，加强各子公司之间的市场协调，对于重大和关键业务，由公司统一组织实施，保障公司业务的顺利开展。

全面预算管理方面，公司制定了《全面预算管理暂行办法》，从预算内容、编制方法、分析与考核等各方面提出了明确要求。公司依据发展战略和年度经营目标，结合预算期的经济政策、市场环境等综合因素编制年度全面预算，覆盖公司所有生产经营领域及管理活动。根据批准的全面预算，各预算执行单位将预算指标进行分解，横向和纵向落实

到各业务部门、所属各单位，对全面预算管理工作严格予以执行。

资金管理方面，公司近年出台财务内控管理、银行账户管理、资金集中管理、资金中心管理、资金中心业务操作规范、大额资金使用审批管理、项目部财务管理、信贷规模管理、信贷风险管理、担保管理等一系列资金管理相关制度和业务规范，并严格按照制度规定的业务流程和审批程序执行。公司始终坚持资金集中管理原则，以建设统一管理的资金集中管理平台为目标，按照“业务集中管理、行政分级管理”的方式，建立起统一管理的分级资金结算中心体系，全面负责公司账户管理、资金结算、资金集中、内部调剂、资金计划、信贷管理等业务，不断加强资金集中管理，提高整体资金使用效率。

投资管理方面，公司建立了资本运营项目投资决策审批、投标管理、施工招标、形象进度以及房地产开发战略与规划、可行性研究、过程监督等一系列流程，出台了《对外投资管理制度》、《房地产开发项目可行性研究报告编制指引》、《关于进一步规范企业投资若干问题的指导意见》等规章制度。公司股东大会、董事会、总裁依据不同的权限履行相应的投资审批程序，公司战略与投资委员会对须经董事会批准的重大投资、资本运作和资产经营项目进行研究并提出建议。此外，公司开发了资本运营管理信息化系统，从投资信息管理、评估决策管理、建设管理、运营管理、资产管理和系统管理等各方面规范公司的投资工作。

总体来看，公司已建立健全的符合行业特点及企业经营管理模式的内控管理制度，内部管理框架清晰，各职能部门权责明确，整体内部管理规范有序。

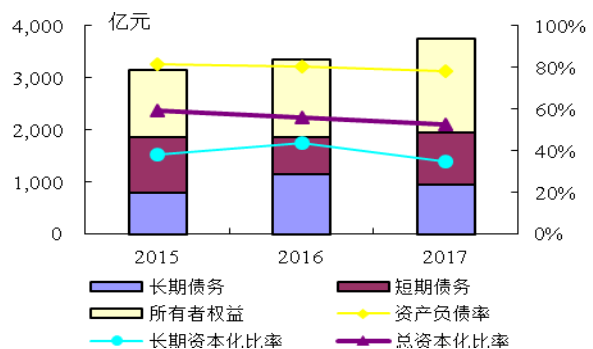
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2015 年和 2016 年审计报告以及经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

随着各项业务的不断发展，公司近年资产规模保持稳步增长。2015~2017 年末公司总资产分别为 6,960.96 亿元、7,593.45 亿元和 8,218.87 亿元。负债方面，随着业务规模的不断扩大，公司负债规模亦呈现持续增长态势，2015~2017 年末负债总额分别为 5,672.77 亿元、6,106.29 亿元和 6,432.39 亿元；2015~2017 年末所有者权益分别为 1,288.19 亿元、1,487.16 亿元和 1,786.49 亿元，受益于股本的增加、经营积累，以及 2017 年公司新增 50 亿元的可续期贷款，净资产规模稳步提升。

图 9：2015~2017 年公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产余额为 6,528.98 亿元，占总资产的比重为 79.44%。公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货，2017 年末规模分别为 1,412.06 亿元、1,465.04 亿元、550.39 亿元和 2,666.04 亿元，占流动资产的比重分别为 21.63%、22.44%、8.43%和 40.83%。其中，货币资金主要为银行存款，流动性较好；应收账款主要为按有关交易合同指定的条款结算工程承包业务收入形成，其中账龄 1 年以内的应收账款占比为 84.82%，公司业务规模扩张推升了应收账款规模；其他应收款主要包括保证金、押金、合作开发款和代垫代付款等，随着房地产业务新签合同额的增长，公司房地产项目应收合作开发款相应增加，当年末其他应收款同比增长 20.63%；存货主要包括原材料、在产品、库存商品、周转材料和房地产开发成本等，2017 年公司大额计提房地产开发成本和应收客户合同工程款的存货跌价准备，当年末累计计提存货跌价准备同比增加 423.49%至 37.78 亿元，

致使当年盈利水平受到不利影响，且随着国家对房地产政策的持续调控，公司房地产开发业务发展尚存在不确定性，存货或面临一定的跌价风险。

截至 2017 年末，公司非流动资产合计 1,689.89 亿元，占总资产的比重为 20.56%，主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产构成，规模分别为 406.62 亿元、178.70 亿元、459.82 亿元和 401.56 亿元。其中，长期应收款主要包括工程质量保证金、“建造-移交”项目应收款、土地一级开发应收款等，因工程项目质保金及 BT 项目增加，当年末长期应收款较上年增长 37.31%；长期股权投资系对合营、联营企业的投资，2017 年投资范围的扩大以及对部分合营、联营企业追加投资，使得长期股权投资同比增长 125.16%；固定资产以房屋及建筑物和机器设备为主，另包括少量运输设备和其他设备；无形资产包括土地使用权、特许经营权和采矿权等。

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，截至 2017 年末，公司流动负债为 5,436.55 亿元，占负债总额的 84.52%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成，占流动负债的比重分别为 5.43%、7.62%、51.89%、15.76% 和 8.93%。其中，短期借款中信用借款占比 91.18%，其余均为保证借款；应付票据系商业承兑汇票和银行承兑汇票，主要由于公司增加票据支付，2017 年末应付票据余额为 414.44 亿元，较年初增加 45.24%；应付账款主要为工程款和材料款；预收款项主要由预收工程款、预收售房款和应付客户合同工程款等组成；其他应付款主要由保证金及押金、应付代垫款和递延营业税金构成。公司非流动负债为 995.84 亿元，占负债总额的比重为 15.48%，主要由长期借款和应付债券构成，规模分别为 588.27 亿元和 356.78 亿元。其中，公司长期借款以信用借款为主，其余为质押借款、抵押借款和保证借款；应付债券主要为公司早年发行而尚未到期的中期票据以及多只非公开定向债务融资工具。

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 81.49%、80.42% 和 78.26%；同期总资本化比率分别为 59.04%、55.68% 和 52.37%。

公司近年财务杠杆比率有所下降，但与国内同行业主要上市公司相比仍处于较高水平。

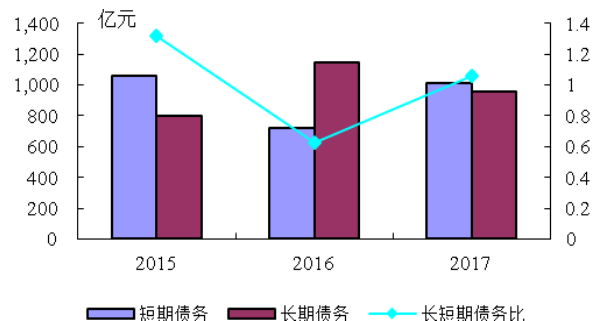
表 7：2017 年国内同行业主要上市公司资本结构指标

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率（%）
中国建筑	15,509.83	77.97
中国交建	8,502.35	75.78
中国中铁	8,440.84	79.89
中国铁建	8,218.87	78.26
中国中冶	4,145.65	76.52

数据来源：公开资料收集，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2015~2017 年末，公司总债务规模分别为 1,856.43 亿元、1,868.44 亿元和 1,964.47 亿元，同期长短期债务比分别为 1.30、0.63 和 1.06。随着 PPP 业务等融资合同模式的施工业务规模的增长，公司债务规模快速提升，偿债压力有所加大，且 2017 年新增一年内到期的中票票据和非公开定向债务融资工具规模较大以及公司增加票据支付，致使短期债务由上年末的 720.22 亿元增至 1,011.12 亿元，即期偿债压力上升，但总体来看，公司长短期债务期限结构仍尚属合理。

图 10：2015~2017 年公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着业务规模的扩大，公司资产和负债规模均保持增长，财务杠杆比率处于较高水平，且随着各项业务的开展，其未来债务仍有上升的压力，中诚信证评对公司资本结构状况保持关注。

盈利能力

公司 2015~2017 年营业总收入分别为 6,005.39 亿元、6,293.27 亿元和 6,809.81 亿元，收入规模稳步增长。近年公司加大经营结构调整力度，使得各业务板块均保持较为稳定的发展态势。目前工程承包业务为公司最主要的收入来源，2017 年工程承包

业务实现收入 5,841.28 亿元，同比增长 8.14%，占营业总收入（合并抵消前）的 81.7%。公司勘察设计咨询业务、工业制造业务和物流与物资贸易及其他业务与工程承包业务具有较高的相关性，其发展与工程承包业务的发展密切相关，2017 年分别实现相关收入 145.39 亿元、142.35 亿元和 591.70 亿元。另外，2017 年公司有效结合宏观政策调控和自身房地产板块发展实际，针对性地采取经营策略，积极推动该板块业务增长，当年房地产开发业务取得收入 425.87 亿元，同比增长 11.14%，为公司整体收入规模扩张进行了有益的补充。未来一段时间内，公司业务开展仍将以工程总承包业务为核心，依托于充足的项目储备，未来收入规模将保持稳定增长趋势。

毛利率方面，2015~2017 年营业毛利率分别为 11.45%、9.21% 和 9.24%。公司工程承包业务在收入总额中所占比例较大且呈现小幅上升趋势，该业务较低的获利能力拉低了公司综合毛利率水平，且与国内同行业主要上市公司相比处于较低水平。分板块来看，受建筑行业“营改增”影响，2016 年公司工程承包业务毛利率为 6.85%，同比下降 2.75 个百分点，2017 年该板块毛利率维持稳定；2017 年勘察设计咨询业务规模进一步扩大，毛利较高的项目占比增加，使得当年毛利率水平稳步提高 2.78 个百分点至 32.90%；工业制造业务毛利率为 25.92%，同比增加 0.87 个百分点；主要受当年低收益项目结转占比较高的影响，房地产开发业务毛利率较上年减少 4.03 个百分点至 18.95%；物流与物资贸易及其他业务毛利率为 11.04%，较上年增加 0.07 个百分点，表现较为稳定。

表 8：2015~2017 年公司各业务板块毛利率状况

单位：%			
业务板块	2015	2016	2017
工程承包	9.60	6.85	6.87
物流与物资贸易及其他	10.30	10.97	11.04
房地产开发	26.01	22.98	18.95
工业制造	20.69	25.05	25.92
勘察设计咨询	33.62	30.12	32.90

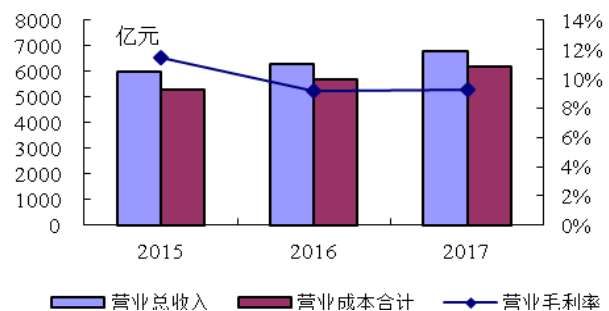
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 9：2017 年国内同行业主要上市公司的经营状况

公司名称	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
中国建筑	10,541.07	596.98	10.49
中国中铁	6,933.67	192.48	9.38
中国铁建	6,809.81	209.10	9.24
中国交建	4,828.04	266.38	13.97
中国中冶	2,440.00	87.79	13.09

数据来源：公开资料收集，中诚信证评整理

图 11：2015~2017 年公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015~2017 年公司三费合计金额分别为 309.24 亿元、309.99 亿元和 334.65 亿元，占营业总收入的比例分别为 5.15%、4.93% 和 4.91%。公司管理费用主要包括职工薪酬和研究与开发支出等，在三费中占有较大比例，近年公司管理费用维持在较高水平，且因研发投入加大存在一定增长趋势。销售费用主要为职工薪酬、广告及业务宣传费和运输费，近年来因公司加强区域经营、增设经营机构而增加。财务费用包括利息支出、利息收入和汇兑损失等。总体来看，公司近年三费收入占比较为稳定，期间费用控制能力有待提升。

表 10：2015~2017 年公司期间费用分析

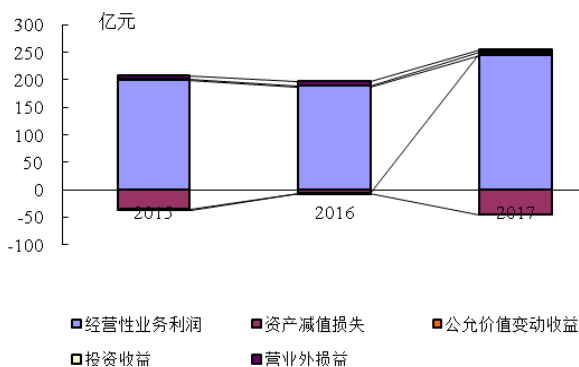
单位：亿元、%			
项目	2015	2016	2017
销售费用	37.04	41.78	45.31
管理费用	228.36	240.90	260.58
财务费用	43.85	27.32	28.76
三费合计	309.24	309.99	334.65
营业总收入	6,005.39	6,293.27	6,809.81
三费收入占比	5.15	4.93	4.91

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和资产减值损失构成。近年随着公司各项业务的不断发展及业务结构的持续调整，经营获利情

况良好，加之投资收益和政府补助的有益补充，公司利润总额保持稳步增长的态势。2015~2017年，公司经营性业务利润分别为198.42亿元、188.06亿元和245.06亿元；同期资产减值损失分别为35.65亿元、6.00亿元和44.70亿元，主要为坏账损失和存货跌价损失，其中2017年房地产开发成本及应收客户合同工程款计提存货跌价准备较多，使得当年存货跌价损失增幅较大，一定程度影响公司盈利水平；同期利润总额分别为171.13亿元、189.70亿元和212.56亿元。

图 12：2015~2017 年公司利润总额构成



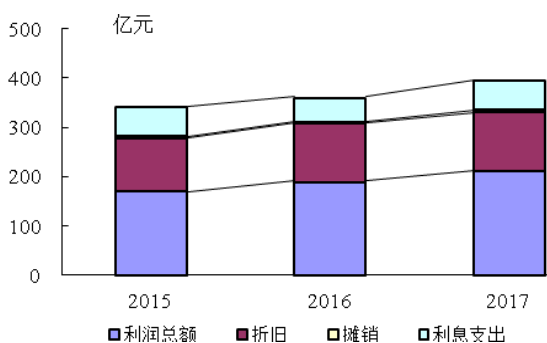
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司行业龙头地位使得其具备较强的业务抗风险能力，各业务板块保持稳定发展趋势，收入规模稳步增长，整体经营效益良好。

偿债能力

获现能力方面，公司EBITDA主要由利润总额、折旧和利息支出构成。随着利润总额随业务发展稳步增长，2015~2017年公司EBITDA分别为342.37亿元、360.61亿元和396.11亿元，呈现持续增长态势，获现能力较好。

图 13：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营活动净现金流方面，2015~2017年，公司

经营活动净现金流分别为503.75亿元、371.38亿元和254.04亿元。近年公司经营活动现金流入和流出规模很大，其年度经营活动净现金流受新开工项目前期投入和完工项目结算时间的影响较大，同时受业务规模逐年扩大和经营性资金需求大幅上升的影响，近年经营活动净现金流呈下降趋势，但仍能实现对债务利息的有效覆盖。同期公司经营活动净现金流/总债务分别为0.27倍、0.20倍和0.13倍；2015~2017年经营活动净现金流/利息支出分别为4.78倍、4.04倍和2.63倍。投资活动净现金流方面，2015~2017年公司投资活动净现金流分别为-243.36亿元、-262.73亿元和-366.88亿元。公司投资策略较为稳健，随着收入规模的扩大，货币资金一直保持在较高水平，截至2017年末货币资金为1,412.06亿元，能够完全覆盖短期债务，亦对总债务的偿还形成较好的支撑。

从偿债指标来看，2015~2017年公司总债务/EBITDA分别为5.42倍、5.18倍和4.96倍，EBITDA利息保障倍数分别为3.25倍、3.92倍和4.10倍。总体来看，公司EBITDA能够对债务利息形成有效覆盖。

表 11：2015~2017 年公司偿债能力分析

财务指标	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	1,856.43	1,868.44	1,964.47
EBITDA (亿元)	342.37	360.61	396.11
资产负债率 (%)	81.49	80.42	78.26
总资本化比率 (%)	59.04	55.68	52.37
经营活动净现金流 (亿元)	503.75	371.38	254.04
EBITDA 利息倍数 (X)	3.25	3.92	4.10
总债务/EBITDA (X)	5.42	5.18	4.96
经营净现金流/总债务 (X)	0.27	0.20	0.13
经营净现金流/利息支出 (X)	4.78	4.04	2.63

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至2017年12月31日，公司共有银行授信额度10,600.72亿元，已使用银行授信3,957.68亿元，尚存在6,643.04亿元授信额度未使用，备用流动性充足；同时，公司作为A股和H股上市公司，具有权益融资能力；此外，公司债券融资渠道顺畅，已发行多期中期票据和多只非公开定向债务融资工具，极强的综合融资能力为其债务偿还提供有力保障。

对外担保方面，公司对外担保业务必须经股东会或董事会审议批准，财务部门负责公司对外担保的日常管理，负责对外担保申请的统一受理和登记备案管理。截至 2017 年末，公司对外担保总额 15.75 亿元，被担保方为川铁（泸州）铁路有限责任公司（1.18 亿元）、联营企业中铁建铜冠投资有限公司（12.62 亿元）和中铁建山东京沪高速公路济乐有限公司（1.95 亿元）。目前，公司被担保单位经营状况正常，整体代偿风险较小。整体而言，公司在对外担保管理方面较为严谨、审慎，对外担保风险较小。

总体来看，公司系国内建筑施工行业内的龙头企业，在铁路、公路等交通施工领域具备极强的竞争力，目前各项业务发展态势良好，收入规模稳步增长，经营效益较好，同时鉴于公司外部融资渠道顺畅，极强的综合融资能力可为公司业务开展提供支持，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定中国铁建股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中国铁建股份有限公司 2018 年公开发行永续期公司债券（第三期）”信用级别为 **AAA**。

关于中国铁建股份有限公司 2018年公开发行永续期公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

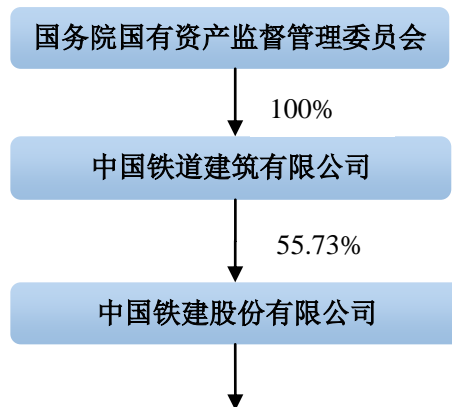
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

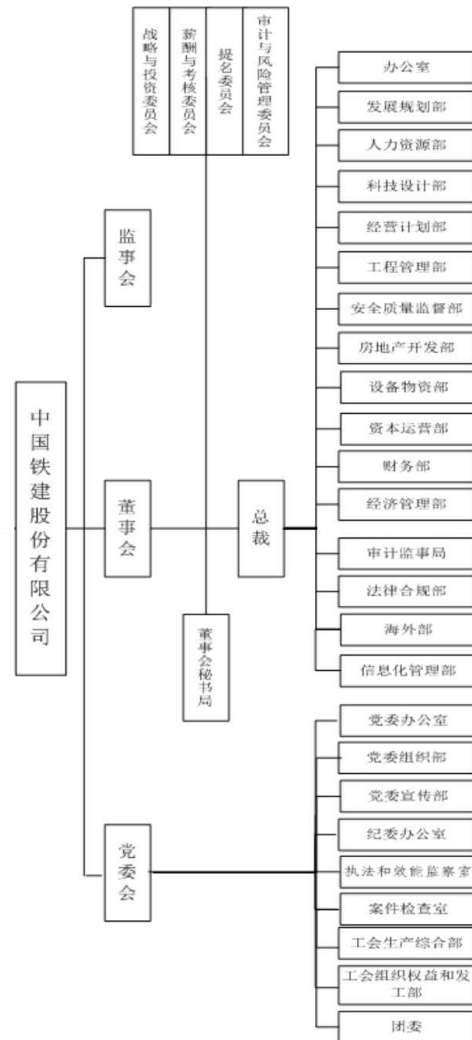
附一：中国铁建股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



序号	企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	主营业务
1	中国土木工程集团有限公司	100	300,000	建筑施工
2	中铁十一局集团有限公司	100	503,000	建筑施工
3	中铁十二局集团有限公司	100	506,068	建筑施工
4	中国铁建大桥工程局集团有限公司	100	300,000	建筑施工
5	中铁十四局集团有限公司	100	311,000	建筑施工
6	中铁十五局集团有限公司	100	300,000	建筑施工
7	中铁十六局集团有限公司	100	300,000	建筑施工
8	中铁十七局集团有限公司	100	300,372	建筑施工
9	中铁十八局集团有限公司	100	300,000	建筑施工
10	中铁十九局集团有限公司	100	508,000	建筑施工
11	中铁二十局集团有限公司	100	313,000	建筑施工
12	中铁二十一局集团有限公司	100	188,000	建筑施工
13	中铁二十二局集团有限公司	100	105,700	建筑施工
14	中铁二十三局集团有限公司	100	200,000	建筑施工
15	中铁二十四局集团有限公司	100	200,000	建筑施工
16	中铁二十五局集团有限公司	100	200,000	建筑施工
17	中铁建设集团有限公司	100	300,000	建筑施工
18	中国铁建电气化局集团有限公司	100	71,000	建筑施工
19	中铁物资集团有限公司	100	300,000	物资采购销售
20	中国铁建高新装备股份有限公司	63.7	151,988	工业制造
21	中国铁建房地产集团有限公司	100	700,000	房地产开发、经营
22	中国铁建重工集团有限公司	100	385,000	工业制造
23	中国铁建投资集团有限公司	100	1,000,000	项目投资
24	中国铁建财务有限公司	94	900,000	财务代理业务
25	中铁建资产管理有限公司	100	300,000	资产管理
26	中铁城建集团有限公司	100	200,000	建筑施工
27	中铁建昆仑投资集团有限公司	100	300,000	项目投资
28	中铁建重庆投资有限公司	100	300,000	项目投资

资料来源：公司提供

附二：中国铁建股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：中国铁建股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	12,193,400.90	12,870,199.40	14,120,618.50
应收账款净额	12,802,844.30	13,342,760.90	14,650,389.10
存货净额	24,559,113.90	26,578,067.20	26,660,415.80
流动资产	57,524,823.20	61,130,031.20	65,289,811.90
长期投资	1,070,550.10	1,449,129.60	2,625,186.70
固定资产合计	4,500,409.60	4,857,503.90	5,349,217.30
总资产	69,609,633.00	75,934,503.40	82,188,745.90
短期债务	10,567,933.80	7,202,247.10	10,111,187.50
长期债务	7,996,393.00	11,482,104.30	9,533,523.30
总债务（短期债务+长期债务）	18,564,326.80	18,684,351.40	19,644,710.80
总负债	56,727,716.50	61,062,904.80	64,323,861.40
所有者权益（含少数股东权益）	12,881,916.50	14,871,598.60	17,864,884.50
营业总收入	60,053,873.00	62,932,709.00	68,098,112.70
三费前利润	5,076,592.80	4,980,535.00	5,797,125.80
投资收益	35,952.80	14,752.40	33,700.40
净利润	1,337,443.40	1,485,083.10	1,691,919.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	3,423,708.20	3,606,111.20	3,961,116.20
经营活动产生现金净流量	5,037,510.70	3,713,757.90	2,540,417.80
投资活动产生现金净流量	-2,433,629.70	-2,627,260.30	-3,668,765.00
筹资活动产生现金净流量	-244,667.90	-211,126.30	2,377,531.60
现金及现金等价物净增加额	2,371,304.80	906,346.90	1,185,869.80
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	11.45	9.21	9.24
所有者权益收益率（%）	10.38	9.99	9.47
EBITDA/营业总收入（%）	5.70	5.73	5.82
速动比率（X）	0.68	0.70	0.71
经营活动净现金/总债务（X）	0.27	0.20	0.13
经营活动净现金/短期债务（X）	0.48	0.52	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	4.78	4.04	2.63
EBITDA 利息倍数（X）	3.25	3.92	4.10
总债务/EBITDA（X）	5.42	5.18	4.96
资产负债率（%）	81.49	80.42	78.26
总资本化比率（%）	59.04	55.68	52.37
长期资本化比率（%）	38.30	43.57	34.80

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2.公司2015年末和2016年末其他流动负债中包含有息债务短期融资券，中诚信证评将其调整至短期借款，2015~2017年末长期应付款中包含有息债务应付融资租赁款，中诚信证评将其调整至长期借款。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。