

债项评级报告：

评定中铁上海工程局集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA_{spc}

2025 年 12 月 18 日

债项名称：	中铁上海工程局集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）
主体信用等级：	AAA _{spc} 稳定
债项信用等级：	AAA _{spc}

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）评定中铁上海工程局集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA_{spc}。本期债券的发行人是中铁上海工程局集团有限公司（以下简称“中铁上海局”或“发行人”或“公司”），标普信评评定其主体信用等级为 AAA_{spc}，展望稳定。

本期债券基本情况：

本期债券发行金额为不超过人民币 8 亿元，债券面值为 100 元，按面值平价发行，本期债券不设定增信措施。本期债券基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。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；在发行人不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还发行人有息债务。此外，本期债券设置发行人赎回选择权，发行人有权在受到相关税务政策及会计准则变更影响后行使赎回权。

条款分析：

1、续期选择权和递延支付利息权条款：

本期债券设置发行人续期选择权，本期债券基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。本期债券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 200 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日之前一期基准利率。初始基准利率为簿记建档日前 250 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，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 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，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

本期债券附设发行人递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券每个付息日，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或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。强制付息事件指付息前 12 个月内，发生以下事件：（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。若发行人选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，发行人不得有下列行为：（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。前述利息递延不属于发行人未能按照

约定足额支付利息的行为。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，若发行人继续选择延后支付，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。

标普信评认为，中铁上海局的主体信用质量极强，公司对可续期公司债券行使续期选择权或递延支付利息权的可能性极低。

2、破产清算偿付顺序条款：

本期债券在清算时的清偿顺序劣后于发行人发行的普通债券和其他债务且优先于普通股股东。

标普信评认为，中铁上海局的主体信用质量极强，发生破产清算的可能性极低。

综上所述，标普信评认为本期债券的债项信用等级为 AAA_{spc}，等同于发行人主体信用等级。

相关评级方法

— 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究

无。

相关模型

无。

相关主体信用质量分析

报告后附。

声 明

本期评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本期评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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。

本期评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本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标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

标普信评关于中铁上海工程局集团有限公司 2025 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

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体和受评债项的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体和受评债项信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员：

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

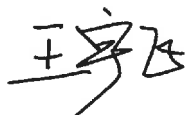


项目负责人

王宇飞

北京

fred.wang@spgchinaratings.cn



项目组成员

王子天

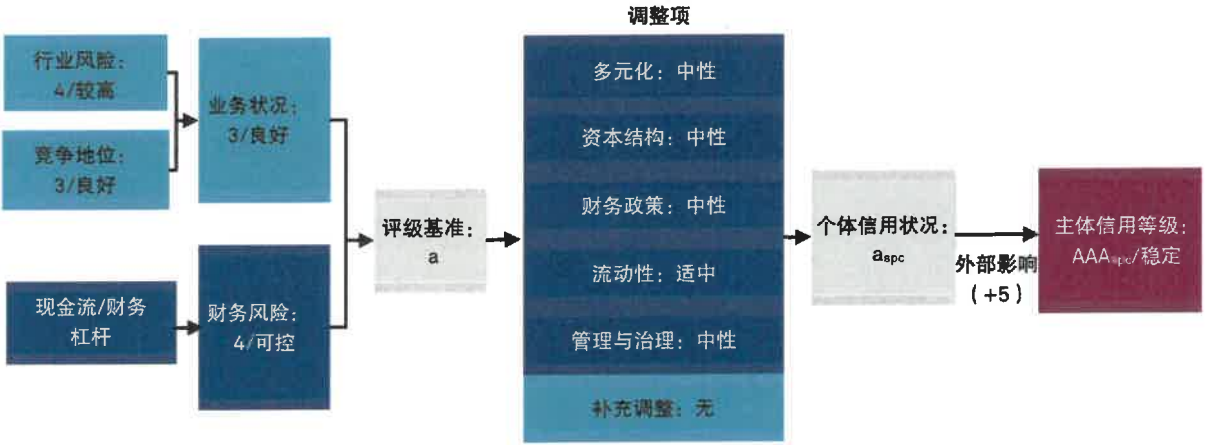
北京

zitian.wang@spgchinaratings.cn



信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
中铁上海工程局集团有限公司	建筑工程施工	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 12 月 1 日	稳定



本期评级概况

标普信评评定中铁上海工程局集团有限公司（以下简称“中铁上海局”或“公司”）主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。标普信评肯定了公司凭借完善的资质架构与多年的工程经验，已形成较大的业务规模和多元区域布局，并稳步拓展新兴业务板块，在手订单储备较为充足。同时，公司运营效率适中，且费用管控情况良好，但受部分项目亏损与行业竞争加剧的综合影响，整体盈利水平偏低。公司杠杆水平偏高，但利息偿付能力很强，整体财务风险可控。此外，作为中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）全资子公司，中铁上海局为中国中铁核心业务的重要开展主体之一，在总资产等方面具备一定贡献度，并且中国中铁对于公司的财务和融资管理严格，两者声誉关联度高，中国中铁对中铁上海局的外部支持为“高”。

主要优势与风险

优势	风险
公司业务资质全面，项目施工经验丰富，施工能力较强，履约记录优秀。	受限于下游需求弱化及同业竞争加剧，预计公司收入和利润规模将呈下降趋势，财务杠杆偏高。
公司融资渠道通畅，再融资能力很强，债务融资成本较低。	
中国中铁支持能力极强，并对下属子公司管理严格，公司为中国中铁核心业务的重要开展主体之一，两者声誉关联度高。	

评级展望

中铁上海局的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了在未来 24 个月内，凭借完备的资质体系、良好的施工能力和展业能力、适中的运营效率，公司能够保持业务状况，同时低融资成本有利于公司财务风险保持在可控水平。此外，我们认为，中国中铁的支持能力极强且对公司的外部支持为“高”。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、中国中铁对公司的外部支持下降，这可能表现为：1）公司的职能定位显著弱化；2）中国中铁对公司的管控力度显著降低；2、中国中铁的支持能力下降。
上调情形：不适用。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025 年 5 月 14 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-工业行业，2023 年 12 月 22 日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究：无。

相关模型：无。



一、宏观经济与行业环境

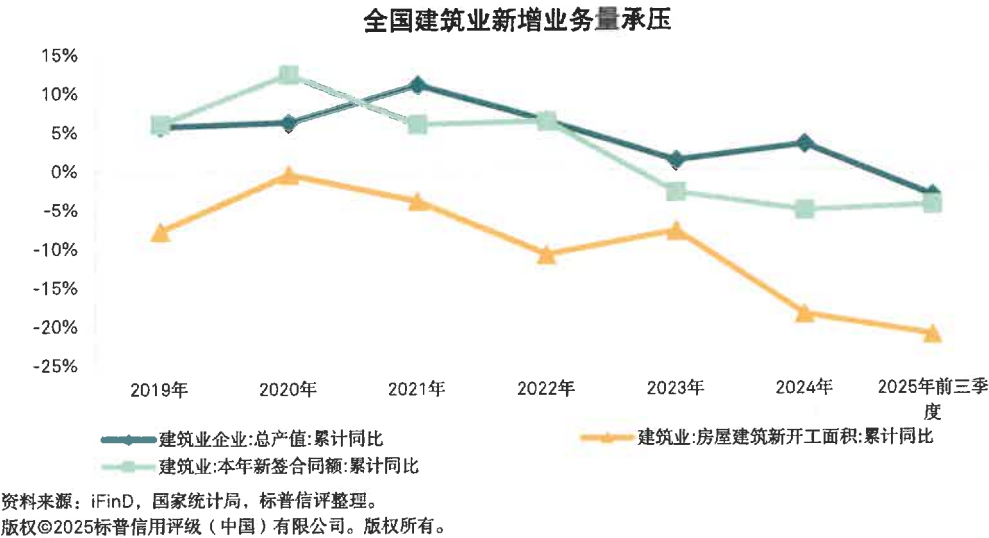
我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，尽管基础设施投资力度有所发力，但受限于房地产景气度弱，中国建筑工程施工行业规模面临萎缩风险。受益于托底经济需要，自 2022 年起我国基础设施建设投资规模在原有较大规模的基础上进一步增加，增速显著超过固定资产投资，起到了“压舱石”的作用。不过，受限于中国建筑业产值仍主要由房屋工程贡献且房地产市场景气度弱，2024 年中国建筑业房屋建筑新开工面积同比大幅下滑，同时新签合同额同比降幅亦进一步扩大；与此同时，建筑业总产值同比保持了小幅增长。我们认为，上述增减趋势的剪刀差反映了行业整体处于消耗订单储备的状态。2025 年以来，上述情况并未出现显著好转。我们认为，随着在手未完工订单的逐步消耗以及房地产市场景气度难以快速回暖，中国建筑工程施工行业规模出现负增长难以避免。

图1



图2



我们认为，建筑工程施工行业集中度提升的趋势将延续。我国建筑施工行业内经营主体众多，行业集中度低。近年来，建筑工程施工行业虽行业集中度处于较低水平，但以中国建筑股份有限公司为代表的八大建筑央企市场份额稳步攀升，2024 年市场占有率已由 2019 年约 29%提高至 42%。我们预计，鉴于央企在资质、品牌、资金等方面具有较为明显的竞争优势，上述趋势仍将延续。然而，在行业面临下行的背景下，为了稳固自身行业地位，央企间在项目资源、市场份额等方面的竞争亦愈发激烈。

图3



我们认为，当前铁路、公路及城市轨道交通领域呈现建筑工程需求分化态势，整体投资规模或有所下降。公路方面，中国公路建设固定资产投资在经历了十余年的较快增长后自 2023 年开始出现下降，2025 年上半年亦未见好转。出现上述情况主要因公路投资主要由地方政府和建筑类国有企业主导，而上述主体受限于化债及资金压力难以维持原有投资规模。与之相对，2016 年以来中国铁路固定资产投资增速经历了较长时间的停滞和下降，自 2023 年重新开始较快速增长，2024 年增速甚至突破了 10%；2025 年上半年增速虽有下滑，但仍处增长状态。出现上述情况原因系铁路投资主要由中央政府主导，面对地方政府化债压力增大、固定资产投资乏力的局面，中央政府加大投资力度，以托底宏观经济。城市轨道交通领域则面临更大挑战，其固定资产投资规模自 2021 年始已经历 4 年连续下滑，并且在地方政府财政和债务压力下，多地项目出现停缓建和规划调整现象。自 2018 年《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52 号）及其他后续相关政策发布以来，重庆、武汉、南京等城市缩减或暂停地铁建设项目，烟台、泉州等城市因不满足建设门槛导致建设规划未被国家发改委受理，城市轨道交通整体建设规模持续下滑。综合来看，我们认为当前铁路、公路及城市轨道交通领域建筑工程投资规模整体呈下滑趋势。

我们认为，营运资本管理能力是影响建筑工程施工企业信用质量的关键因素。“两金”指建筑工程施工企业已完工但未结算工程量和已结算但未收回的应收账款。营运资本管理能力主要通过“两金”周转速度得以体现，“两金”周转速度将直接决定建筑工程施工企业的营运资金需求规模。近年来，受到城投和房地产公司这两大下游行业的资金支付进度趋缓等因素影响，建筑工程施工企业的“两金”周转效率普遍降低，进而推动融资规模和杠杆水平提高，甚至导致融资能力弱的企业出现资金链断裂状况。我们预计，行业主要下游企业资金链仍将维持紧张状态，建筑工程施工行业中短期内“两金”周转速度仍面临进一步下降的风险。

二、评级基准

公司概况

中铁上海工程局集团有限公司（以下简称“公司”或“中铁上海局”）系由原中铁股份有限公司上海分公司、中铁三局集团上海华海工程有限公司、中铁四局集团第六工程有限公司、中铁四局集团市政分公司整体重组而成，经上海市工商行政管理局闸北分局批准，由中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）出资成立。公司于 2010 年 12 月 8 日取

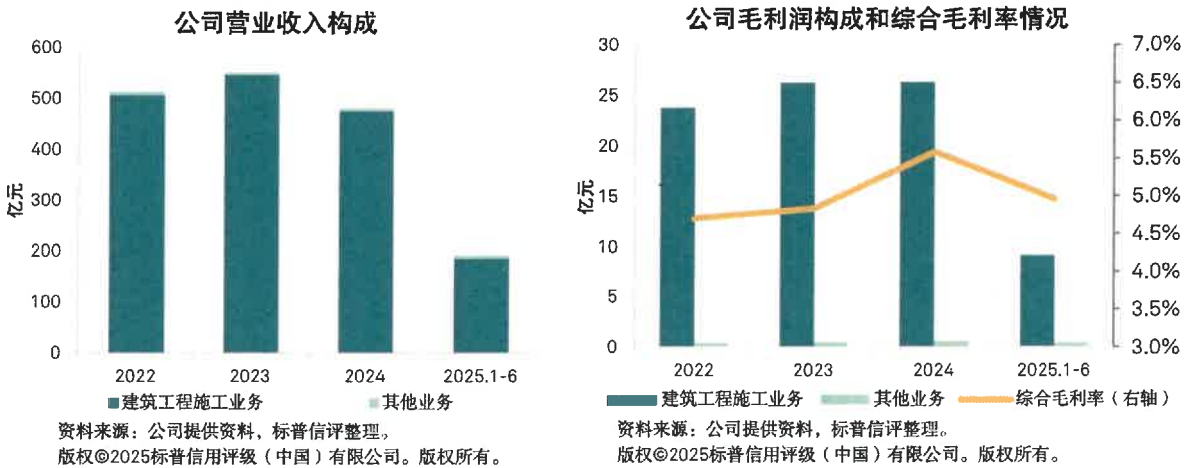
得营业执照，设立时公司名称为中铁上海工程局有限公司，注册资本和实收资本为 5 亿元。2013 年 12 月，公司更为现名。经股东多次注资，截至 2025 年 6 月末，公司注册资本和实收资本均为 23 亿元，控股股东中国中铁直接持有公司 100% 股权；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）通过直接持有中国铁路工程集团有限公司（原中国铁路工程总公司）90% 股权间接持有中国中铁 46.98% 股权，为公司的实际控制人。

公司作为中央国有企业，建立了包括股东、董事会和经理层组建的管理治理结构，制定了营销、商务、物资设备、施工、财务、安全质量管理等内部控制相关制度并予以实施。公司目前生产经营稳定，我们认为上述缺位事项对其信用质量暂不构成重大影响。

安全生产管理方面，2022 年至 2025 年上半年期间，公司共发生 2 起安全生产事故，其中包括 1 起较大事故和 1 起一般事故，共造成 4 人死亡、1 人受伤。经调查认定，上述两起事故的直接原因均与公司无关，但作为项目施工单位负有安全生产主体责任，公司已接受相关行政处罚。

公司主要从事建筑工程施工业务，业务类型包括铁路、公路、市政、轻轨、地铁、房屋建筑等。2024 年，公司全年实现收入 481.4 亿元，净利润 4.4 亿元，年末总资产 611.1 亿元。2024 年，公司建筑工程施工业务收入 475.8 亿元，收入占比 98.9%；实现毛利润 26.9 亿元，其中建筑工程施工业务毛利润 26.3 亿元，毛利润占比 97.8%。公司其他业务包括材料及产品销售、技术服务咨询、租赁等。公司 2022-2024 年及 2025 年上半年收入和毛利润构成见下图。同时，公司还投资了少量 PPP 项目，其中控股项目 1 个，总投资 6.7 亿元，参股项目 5 个，目前全部 PPP 项目均处于运营阶段。

图4



业务状况

标普信评认为，公司业务状况“良好”。公司依托完备的资质体系和丰富的工程经验，已形成较大的业务规模及多元区域布局，并稳步拓展新兴业务板块，在手订单储备较为充足。尽管运营效率适中、费用控制良好，但由于部分项目亏损及市场竞争加剧，公司整体盈利能力偏低。

我们认为，公司凭借完备的业务资质和多年的施工经验，过往履约情况优秀，彰显了较强的施工能力。公司构建了覆盖施工总承包与专业承包的多元化资质体系。公司本部持有 4 类施工总承包特级资质、2 类专业承包一级资质，以及铁道、公路、建筑、市政行业设计甲级资质。下属企业中铁上海工程局集团第一工程有限公司亦拥有 1 类施工总承包特级资质和 2 类专业承包一级资质。我们认为，类别齐全、等级较高的业务资质为公司广泛承揽业务奠定了坚实基础。在数十年发展历程中，公司及成员企业先后参与建设了 50 余条国家重点铁路工程，包括京九、青藏、武广、京雄、蒙华、玉磨等线路；参建了济青、沪宁、上海嘉闵、乍嘉苏等 90 余项国道主干线和高速公路工程；建设了上海长江隧桥、杭州湾跨海大桥、武广铁路金沙洲隧道、大西铁路晋陕黄河特大桥、柳州双拥大桥等一批具有代表性的重点桥隧工程；参与了全国 44 个大中城市的 200 多项轨道交通工程建设；完成了 400 余项环保水务工程，包括工程规模和技术难度世界领先的上海白龙港污泥处理工程和上海青草沙水源地区双线顶管工程等。公司所获荣誉及技术成果体现了优秀的施工能力。截至 2025 年 6 月末，公司累计获得中国建筑工程鲁班奖 24 项、中国土木工程詹天佑奖 26 项、国家优质工程奖 31 项、

全国市政金杯示范工程 21 项、省部级优质工程 160 项、省部级科技进步奖 150 项、中国市政工程最高质量水平评价工程 1 个、全国重点生态环境保护技术示范工程 1 个、全国优秀焊接工程 29 项、中国钢结构金奖 3 项、国家优质环保工程 4 项；拥有国家专利 1,201 项，国家级工法 6 项、省部级工法 230 项。

我们认为，公司业务规模较大，业务布局区域多元，虽然房建工程在业务类型中占比较高，但我们认为凭借相对充足的订单储备和在新兴产业领域的积极拓展，未来 2-3 年公司业务可持续性尚可。2022-2024 年，公司新签合同规模受行业影响而有所波动，年均约 1,044 亿元，处于行业中等偏上水平。同期，建筑工程施工业务年均收入约 510 亿元，新签合同额对建筑工程施工业务收入的覆盖倍数维持在 2 倍左右。截至 2025 年 6 月末，公司在手订单中在建未完工金额达 2,044 亿元，为其中短期收入规模提供支撑。业务结构方面，2022-2024 年及 2025 年 1-6 月公司新签订单中房建项目占比较大，占比约为 38%，市政、铁路、公路和轨道交通项目新签合同占比分别为 19%、18%、7%和 6%。尽管房建项目市场需求受政策及行业等因素影响相对较大，但公司房建项目主要为保障房、厂房、工业园和产业园建设，较少涉及商品房施工。同时，公司近年来积极拓展新兴产业项目并设立新兴业务指挥部，依托全面的业务资质、良好的市场口碑和客户关系，2024 年公司新兴产业承揽金额达 304 亿元，同比增长 21%，涵盖生态环保、水利水电、港口航道、机场工程、城市综合开发等领域。此外，公司以 EPC+F、小股东参股等方式开展投资带动自揽项目取得一定成效，2024 年中标额 101 亿元，投标项目可开工率达 90%。公司业务布局呈现地域分散特点，晋鲁豫皖四省业务相对集中，但无单一区域占比超过三分之一。海外板块稳健增长，其践行“海外优先”战略，在亚太和南美区域市场实现滚动发展的同时新开拓非洲市场，2024 年新签合同额达人民币 77.8 亿元，同比大幅增长 99.6%，占比提升 5 个百分点至 8.0%。相对分散的区域分布和海外市场的拓展也一定程度上分散了部分房建类业务的收入压力。

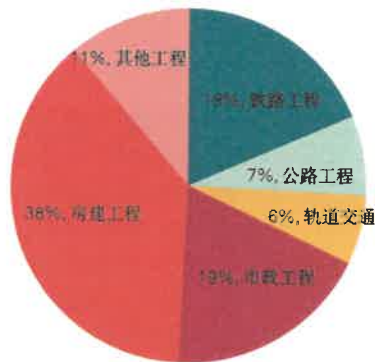
表1

公司建筑工程施工业务规模及可持续性情况				
	2022	2023	2024	2025.1-6
建筑工程施工业务收入（亿元）	508	547	476	185
当期新签订单金额（亿元）	978	1,176	978	309
期末在建未完工订单（亿元）	1,813	1,648	1,799	2,044
当期新签订单对业务收入覆盖倍数（倍）	1.9	2.1	2.1	-
期末在建未完工订单对业务收入覆盖倍数（倍）	3.6	3.0	3.8	-

注：“-” 为不适用。
资料来源：公司提供，标普信评整理。

图5

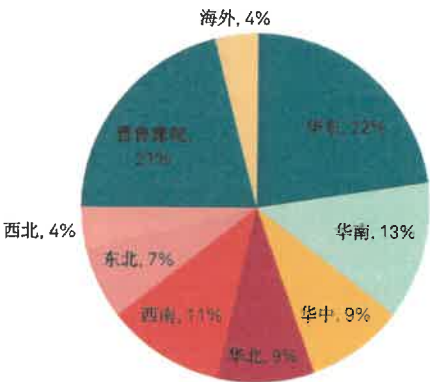
近三年及一期公司新签订单类型分布



注：其他工程主要包括矿山、水利工程等类型。
资料来源：公司提供资料，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

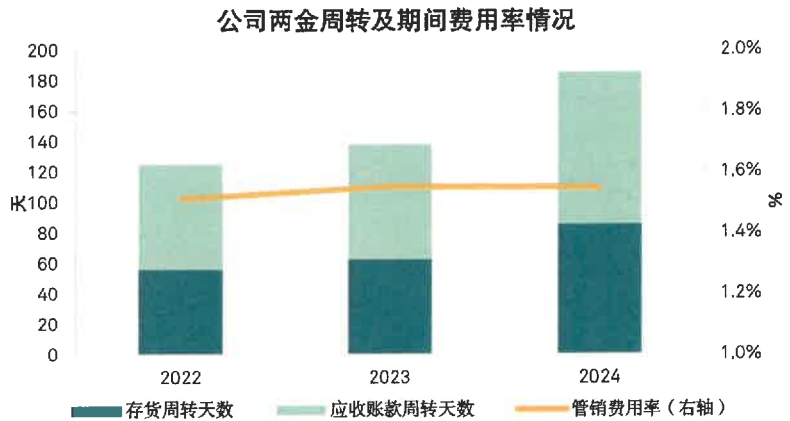
近三年及一期公司新签订单区域分布



注：华东、华北与华中等地区的订单情况，已相应排除单独列示的晋鲁豫皖区域
资料来源：公司提供资料，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司运营效率保持适中水平，但受部分项目亏损及市场竞争影响，整体盈利能力偏低。运营效率方面，公司严格进行项目遴选，并且重视资金回收工作，应收账款及存货周转效率尚可。公司建立了严格的项目筛选机制，通过设定“禁投”红线和“慎投”底线提升项目质量，在行业下行时期为运营效率提供支撑。在资金管理方面，公司将资金回收置于与生产经营同等重要的位置，建立了分层级清欠¹责任制，财务部按年下达“两金余额”、“投资回收款”、“收入收现率”等预算指标，对清欠任务完成情况进行考核并实施奖惩。公司主要下游业主方为地方政府及国企，受业主方资金紧张等因素影响，近年来公司两金周转天数有所延长，但仍维持在行业平均水平。同时，公司持续推进精细化管理，优化人员成本，管销费用率控制在 1.5%左右，处于行业优秀水平。盈利能力方面，公司建筑工程施工业务毛利率偏低，主要原因包括：个别公路项目出现亏损，以及前期中标的铁路项目因造价标准更新滞后导致中标价格偏低，对整体毛利率形成拖累；且近年来城市轨道交通市场收缩导致竞争加剧，进一步压低了该业务板块的毛利率水平。受此影响，公司整体盈利能力低于行业平均水平。

图7



资料来源：公司审计报告，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财务风险

核心假设

- 2025 及 2026 年，因行业整体景气度下行、同业竞争激烈，公司营业收入将延续下降趋势，平均下降幅度约为-10%。
- 2025 及 2026 年，公司综合毛利率约 4.5-5.5%。
- 2025 及 2026 年，公司资本开支主要用于设备购置及更新改造，年均规模 2-4 亿元。
- 2025 及 2026 年，公司年均营运资本净流出约 15-30 亿元。

标普信评认为，公司的财务风险“可控”，主要体现为公司杠杆水平偏高，但利息偿付能力很强。我们预计，因行业下游需求承压、同业竞争激烈，2025 及 2026 年公司营业收入将持续减少，利润率较前期略有下降，EBITDA 有所减少，且公司的经调整总债务规模短期内难以显著下降，导致杠杆率将有所提高。不过，受益于作为中央国有企业及上市公司子公司，公司资本市场认可程度高，再融资能力很强，债务融资成本较低，利息偿付能力很强，总体财务风险可控。

我们预计，因行业下游需求承压、同业竞争激烈，2025 及 2026 年公司营业收入将持续减少，利润率较前期有所下降，EBITDA 持续减少。我们预计，受地方政府及下属融资平台投资力度影响，公司的房建、市政、公路及轨道交通等主要下游领域的需求持续弱化，新签订单将在 2024 年基础上进一步减少。此外，虽然公司房建和市政工程业务在手订单充足，但受业主方资金到位情况影响，订单的收入转化周期或较以前年度有所增长。综合来看，公司未来 1-2 年营业收入将呈下行态势。我们预计，公司积极围绕生态环保、水利水电、港口航道、机场工程、城市综合开发等领域打造“第

¹ 此处提及的“清欠”是指基于合同约定产生的各项到期债权的变现工作。各项到期债权包括但不限于工程（材料）预收款、工程进度款、工程预付款、各类保证金（保函）、销售款、回购款本息以及其他应收款等。

二曲线”，但上述部分领域市场参与者数量众多竞争激烈，且公司在上述部分领域中尚未形成显著的竞争优势，短时间内难以完全凭此弥补原有领域所减少的业务规模。同时，建筑工程施工行业竞争激烈，叠加行业景气度下行，行业内非理性竞争无法避免，公司整体利润率亦将随之有所下降。

我们预计，受制于EBITDA的减少，2025-2026年公司以经调整总债务/EBITDA计算的杠杆水平将持续增长，但利息偿付能力有望保持在很强的水平。受业主方资金状况影响，公司两金周转天数随建工行业环境持续增长，尽管可通过管理或延长对上游分包商和供应商账期加以应对，但仍需持续补充营运资本，预计公司2025-2026年经调整总债务规模将进一步增长。随着EBITDA规模持续收缩，预计未来1-2年公司经调整总债务/EBITDA将较2024年有所上升，虽然EBITDA利息覆盖倍数有所下降，但利息偿付能力有望保持在很强的水平。

我们认为，作为中央国有企业及上市公司子公司，公司资本市场认可程度高，融资渠道通畅，再融资能力很强。公司债务融资成本较低，银行贷款综合融资成本约2%，其中长期借款受政策支持平均利率约为1.4%。公司与银行为主的各类金融机构保持着稳定良好的合作关系，银行授信额度来源分散程度高，包括1家政策性银行、全部6家国有大型商业银行、6家全国性股份制商业银行等。截至2025年6月末，公司获得银行授信额度（包括保函、银行承兑汇票）497亿元，其中未使用部分约249亿元。

表2

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	51,405	55,236	48,137	2025 及 2026 年，公司营业收入将延续 2024 年下降趋势，平均下跌幅度约为-10%，综合毛利率约 4.5-5.5%；	
EBITDA	778	924	1,397		
利息支出	103	110	129		
经调整总债务	7,902	4,800	10,436	2025 及 2026 年，公司年均资本开支 2-4 亿元；年均营运资本净流出约 15-30 亿元。	
营运现金流	721	844	1,323		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	10.2	5.2	7.5	8.0-10.0	9.0-11.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	7.5	8.4	10.9	8.0-10.0	7.0-9.0
EBITDA 利润率（%）	1.5	1.7	2.9	2.5-3.0	2.5-3.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表3

公司财务数据调整-截至2024年12月31日（单位：百万元）					
	总债务	所有者权益合计	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	4,542	6,750	1,384	1,384	50
标普信评调整					
当期所得税	-	-	-	-45	-
盈余现金	-2,872	-	-	-	-
利息及股利收入	-	-	-	101	-
利息支出	-	-	-	-50	-
其他权益工具	2,099	-2,099	-	-	-
其他权益工具股息或利息	-	-	-	-78	78

对外担保和诉讼	5				
其他	6,662	-	12	12	-
调整总额	5,894	-2,099	12	-61	78
标普信评调整值					
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	营运现金流	利息支出
调整后	10,436	4,651	1,397	1,323	129

注：总债务=短期债务+长期债务，分项加总与合计不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选取了中铁隧道局集团有限公司（简称“中铁隧道局”）和中交第一航务工程局有限公司（简称“中交一航局”）作为公司对比企业。我们选取的主体均为八大建筑央企下属工程局，公司在施工能力、业务规模、展业区域等方面与公司有相似性，具备一定可比性。

表4

对比公司经营及财务情况比较（截至 2024 年 12 月 31 日）			
	中铁上海局	中铁隧道局	中交一航局
总承包特级资质拥有情况	4 类	3 类	2 类
2024 年建筑工程施工 业务新签订单（亿元）	978	1,049	1,363
资产总计（百万元）	61,105	82,791	94,857
负债合计（百万元）	54,355	72,794	73,704
所有者权益合计（百万元）	6,750	9,997	21,153
营业收入（百万元）	48,137	59,335	53,114
净利润（百万元）	435	649	1,480
控股股东	中国中铁股份有限公司	中国中铁股份有限公司	中国交通建设股份有限公司
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会	国务院国有资产监督管理委员会	国务院国有资产监督管理委员会

注：公司及中铁隧道局资质情况截至 2025 年 6 月末，中交一航局资质情况截至 2024 年末。

资料来源：公司提供，iFinD，标普信评整理。

三、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。

我们预计，公司流动性需求主要为偿还债务、补充营运资本、资本开支和支付现金股利；主要的资金来源是现金储备、未使用金融机构授信额度和营运现金流净流入，截至 2025 年 6 月末，公司未使用的金融机构授信额度 249 亿元，可提供充裕的流动性补充。我们认为，公司自身现金储备充足，银企关系及资本市场认可度良好，流动性水平将保持适中水平。

表5

流动性来源	流动性用途
2025 年 6 月末，公司非受限的现金及现金等价物约 30 亿元；	未来 12 个月，公司到期偿付的刚性债务规模约为 55 亿元；
2025 年 6 月末，公司未使用的金融机构授信额度约 249 亿元，公司可根据需求提用，满足资金支付需求；	未来 12 个月，公司营运资本净流出约 20-30 亿元；
未来 12 个月，公司营运现金流净流入 8-13 亿元。	未来 12 个月，公司资本支出约 2-4 亿元；
	未来 12 个月，公司支付现金股利 2 亿元左右。

注：刚性债务包含银行借款、应付票据、一年内到期的非流动负债。

数据来源：公司提供，标普信评整理。

表6

债务本金到期分布（单位：百万元）	
期限	金额
1 年以内	5,453
1-2 年	700
2-3 年	1,798
3 年以上	-
合计	7,951

注：数据截至 2025 年 6 月末。上述金额包含短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和其他权益工具中的永续债。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

或有事项

截至 2025 年 6 月末，公司对外担保余额为 500 万元，金额较小，被担保方为防城港市中铁堤路园投资发展有限公司，系公司参股 PPP 项目公司。未决诉讼方面，建筑工程施工企业涉诉情况较为普遍。截至 2025 年 6 月末，公司作为被告的未结案件诉讼金额均低于 5,000 万元，金额相对业务规模较小，故不会对公司产生实质影响。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 11 月 3 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

综合以上分析，标普信评认为，公司的个体信用状况为 a_{spc}，主要反映了公司业务状况良好且财务风险可控。业务状况方面，公司依托完备的资质体系和丰富的工程经验，形成了较为充足的订单储备和多元化的区域布局，并持续拓展新兴业务领域。公司运营效率适中、费用控制良好，由于部分项目亏损及市场竞争加剧，整体盈利能力偏低。财务风险方面，公司杠杆水平偏高，但利息偿付能力很强；作为中央国有企业及上市公司子公司，资本市场认可程度高，融资渠道通畅，再融资能力很强

四、主体信用等级

标普信评认为，中国中铁的支持能力极强。这主要体现了中国中铁具备行业领先的施工技术实力，突出的规模优势，广泛的施工领域和地域分布，优秀的运营效率；同时，虽然杠杆率偏高，但是利息覆盖水平较高，整体财务风险可控。同时，中国中铁在资本市场认可度极佳，融资成本低且融资渠道多元。截至 2025 年 6 月末，中国中铁由中国铁路工程集团有限公司 46.98% 控股，实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。我们认为，中央政府对 中国中铁进行持续的监督并且能够对中国中铁的战略发展施加重要的影响。中国中铁是我国建筑工程施工行业的八大央企之一，在铁路建设领域具有极强的专业优势，在持续推进中国城镇化建设发展中扮演重要角色，同时也是“一带一路”战略的积极执行者。

标普信评认为，中国中铁对公司的外部支持为“高”，主要体现在以下方面：

- 中国中铁对公司具有很强控制力，公司股权层级很高。截至 2025 年 9 月末，中国中铁直接持有公司 100% 股权，为公司控股股东，可以直接对公司董事长等重要管理人员进行任免。同时，中国中铁在战略管控，资金管控、债务融资、集团授信、对外担保、大额投资和高风险业务等方面均进行制度要求，对下属公司进行严格管理。中国中铁建立了统一的债务预算管控及额度限制，所有下属公司的新增债务融资均需逐笔报批，禁止擅自举债。中国中铁禁止下属公司向自然人及中国中铁范围外非金融机构出借或借入资金，禁止超越“合同、协议”所应承担义务垫资，禁止开展融资性贸易业务及未经批准开展资产证券化业务。中国中铁可为公司直接选定审计机构，并建立了统一的业务系统，公司开展相关工作均需在相应系统中完成。整体上，中国中铁可从公司战略至日常经营不同层面对公司进行全面了解和控制。
- 公司为中国中铁核心业务的重要开展主体之一，在利润等方面具备一定贡献程度。公司从事的基础设施建设业务为中国中铁核心业务，同时公司在中国中铁系统内二级公司中总资产、净利润等规模排名处于中等水平，对整体具备一定影响。2024 年，公司总资产、净资产和净利润占中国中铁比重分别为 3%、1%和 1%，在中国中铁系统内二级公司中排名分别为 20/50、26/50 和 20/50，在建筑工程施工领域二级公司中排名分别为 12/18、13/18 和 12/18。
- 公司与中国中铁声誉关联度高。中国中铁为公司控股股东且两者名称具备高度关联性，中国中铁具备为公司提供全力支持的动力和意愿。此外，公司为中国中铁中少数公开发行债券（不含资产证券化产品）的下属公司之一，在资本市场中具有一定影响力。

综上，我们认为，公司的主体信用质量极强，并评定公司的主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

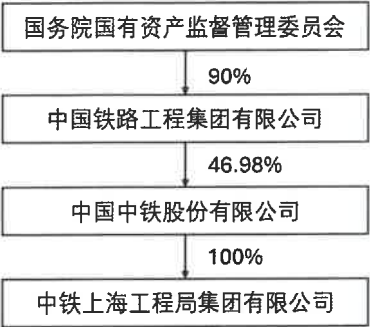
附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2022	2023	2024	2025.1-6
货币现金和交易性金融资产	7,205	7,627	7,336	4,392
应收票据和应收账款	9,637	11,467	13,153	12,440
存货和合同资产	7,855	9,441	11,252	12,179
长期应收款	520	700	10,127	13,380
固定资产	2,303	2,666	2,472	2,374
其他非流动资产	4,022	5,351	5,757	5,521
资产总计	40,765	46,804	61,105	61,182
短期借款	200	500	1,380	1,930
应付票据及应付账款	22,819	27,500	38,074	36,718
预收款项及合同负债	4,420	4,566	3,151	4,215
一年内到期的非流动负债	13	11	93	103
长期借款	0	0	200	398
租赁负债	0	0	158	117
其他权益工具	2,098	2,097	2,099	2,099
所有者权益合计	6,138	6,372	6,750	6,909
营业收入	51,405	55,236	48,137	19,158
营业成本	48,991	52,567	45,451	18,208
销售费用	19	18	16	6
管理费用	757	838	728	308
研发费用	973	1,065	1,017	231
财务费用	-21	81	65	50
投资收益	-243	-200	-170	-95
净利润	241	270	435	124
经营活动现金流入小计	49,636	54,188	42,739	21,534
经营活动现金流出小计	46,933	53,638	42,094	25,005
经营活动产生的现金流量净额	2,704	550	645	-3,472
投资活动现金流入小计	56	464	86	217
投资活动现金流出小计	1,326	1,096	2,021	164
投资活动产生的现金流量净额	-1,270	-632	-1,935	53
筹资活动现金流入小计	2,158	678	4,654	982
筹资活动现金流出小计	2,161	490	3,980	317
筹资活动产生的现金流量净额	-2	188	673	665
调整后财务数据及指标				
	2022	2023	2024	2025.1-6
EBITDA	778	924	1,397	--
利息支出	103	110	129	--
经调整总债务	7,902	4,800	10,436	--

EBITDA 利润率（%）	1.5	1.7	2.9	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	10.2	5.2	7.5	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	7.5	8.4	10.9	--

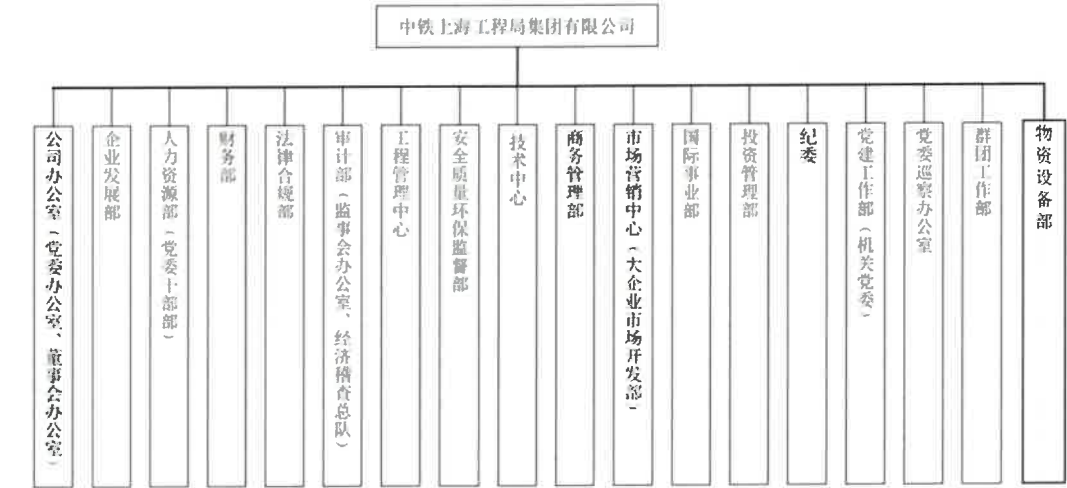
注：1、上表中财务数据基于公司披露的普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告、天健会计师事务所(特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告以及 2025 年 1-6 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）

EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) / 已付现金利息
资本回报率 = EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容。内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。