

债项评级报告：

评定中铁隧道局集团有限公司 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 10 月 17 日

债项名称：	中铁隧道局集团有限公司 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”）评定中铁隧道局集团有限公司 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隧道局集团有限公司（以下简称“中铁隧道局”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 11 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。本期债券分为两个品种，品种一债券全称为中铁隧道局集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）品种一，债券简称“25 铁隧 Y1”；品种二债券全称为中铁隧道局集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）品种二，债券简称“25 铁隧 Y2”。品种一基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期；品种二基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期。本期债券引入品种间回拨选择权，发行人和主承销商将根据网下簿记建档情况，决定是否行使品种间回拨选择权，品种间回拨比例不受限制。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利；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全部用于偿还发行人到期公司债券。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法律法规及会计政策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，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即品种一延长 2 年、品种二延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。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站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限年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站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限年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,中铁隧道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,中铁隧道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

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次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。

本次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，并非是某种决策的结论和建议。

标普信评关于中铁隧道局集团有限公司 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

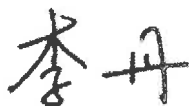
标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体和受评债项的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体和受评债项信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员：

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

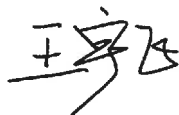


项目负责人

王宇飞

北京

fred.wang@spgchinaratings.cn



项目组成员

焦迪

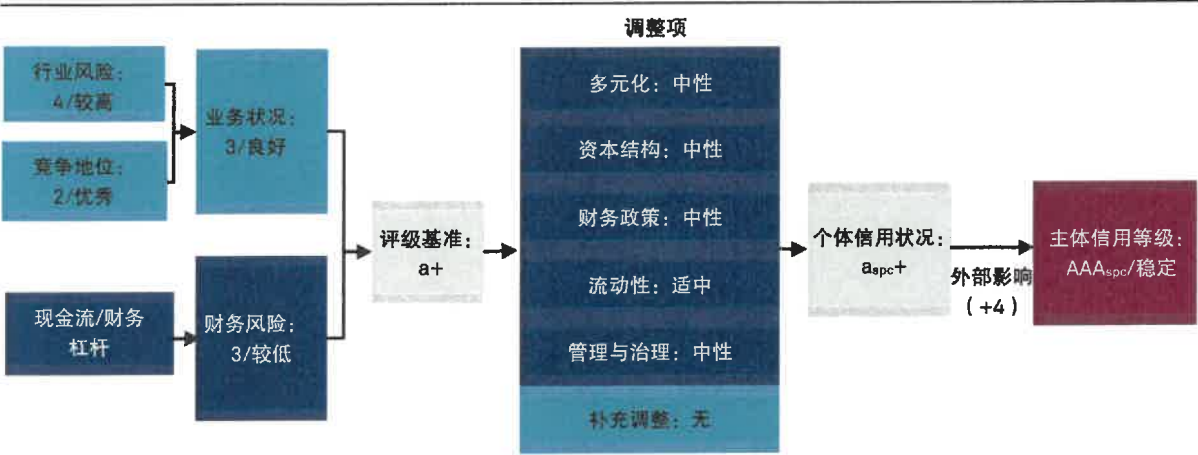
北京

di.jiao@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
中铁隧道局集团有限公司	建筑工程施工	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 10 月 17 日	稳定



本次评级概况

标普信评认定中铁隧道局集团有限公司（以下简称“中铁隧道局”或“公司”）主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。标普信评肯定了作为中国隧道建设能力的代表，中铁隧道局在隧道及地下工程领域具备显著的竞争优势，业务资质全面，市场美誉度高，业务规模大且区域及类型分布广泛，营运效率及盈利能力均处于行业平均水平，整体业务状况良好；公司杠杆水平较低，利息偿付能力很强，整体财务风险较低。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，中铁隧道局为中国中铁核心业务的重要开展主体之一，在利润等方面贡献程度相对较高，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，中国中铁对中铁隧道局的外部支持为高。

主要优势与风险

优势	风险
公司在隧道及地下工程领域具备显著的竞争优势，业务资质全面，市场美誉度高。	受限于下游需求弱化及同业间竞争激烈程度加剧，公司利润空间面临进一步收窄。
公司业务规模大且区域及类型分布广泛。	
公司利息偿付能力很强，整体财务风险较低。	
公司为中国中铁核心业务的重要开展主体之一，在利润等方面贡献程度相对较高。	

评级展望

中铁隧道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，凭借优秀的技术实力、展业能力和充裕的在手订单，公司能够有效保持业务状况，同时低融资成本有利于公司财务风险保持在较低水平。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）公司的职能定位及利润等贡献程度明显下降；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

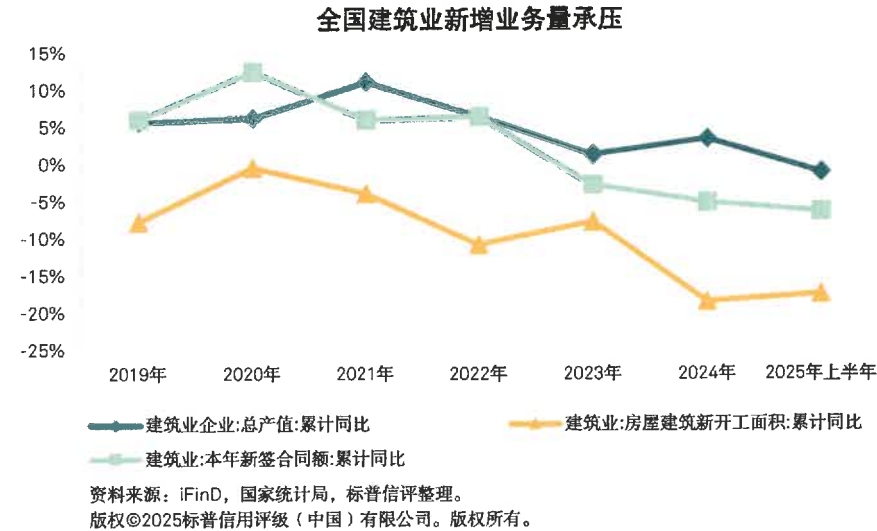
我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

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

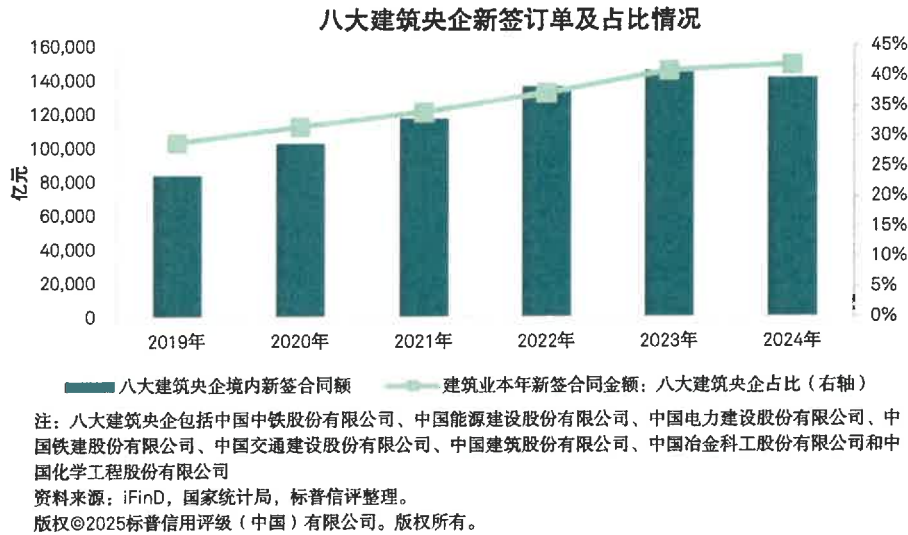


图2



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，隧道工程下游市场存在阶段性分化，整体需求有所下降。隧道工程为铁路、公路、城市客运项目建设过程中的重要组成部分。截至 2024 年底，中国铁路、公路及城市轨道交通投入运营的隧道总里程约 6.5 万公里，公路隧道占比 50%，铁路隧道占比 37%，城市轨道交通隧道占 13%；2024 年新增隧道总里程 3,808 公里，公路隧道占比 62%，铁路隧道占比 19%，城市轨道交通隧道占 19%。具体情况如下：

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。公路隧道按照长度分类，可分为特长隧道、长隧道、中隧道和短隧道。按年新增里程来看，近年来长隧道占比相对稳定，特长隧道占比有所提升。这对于资质水平更高的企业相对更为有利。

铁路方面，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 年重新开始较快速度增长，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。2017-2022 年，中国铁路年均新增投产里程约 4,000 公里，2023 和 2024 年有所下降，主要原因或为铁路项目建设周期较长，固定资产投资增加的效果尚未能显现。具体到铁路隧道方面，虽然近年来中国铁路隧道年均新增隧道长度较 2019 年高峰有显著下滑，但是在建和规划铁路隧道长度较往年高峰下降幅度较小，相关隧道建设市场需求仍相对稳定。

城市轨道交通方面，中国内地城市轨道交通主要包括地铁和市域快轨，其中地铁运营里程截至 2024 年末占比约 77%，同时也是隧道建设的主要需求来源。自 2021 年始，中国城市轨道交通领域固定资产投资规模已经历 4 年连续下滑，并且已投运线路面临更新资金需求且地方政府在面临财政和债务压力下存在停缓建和规划调整情况，新增线路里程规模仍面临一定下降压力。根据行业经验，开通 15 年以上的线路相关设备设施系统服务年限已接近设计使用寿命期限，10 年以上的线路也将陆续进入设备更新周期，而截至 2024 年底，中国内地城市轨道交通已开通运营 15 年（含）以上线路 1,543 公里，开通运营 10 年至 15 年的线路 2,226 公里，分别约占已开通运营线路里程的 12.7%和 18.3%。自 2018 年国务院办公厅发布《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，相关隧道建设市场需求亦随之持续萎缩。

图4

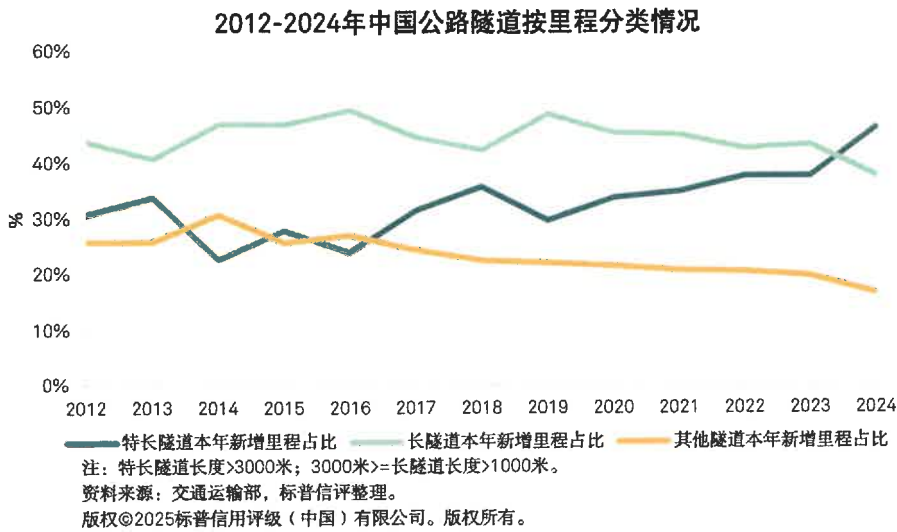


图5

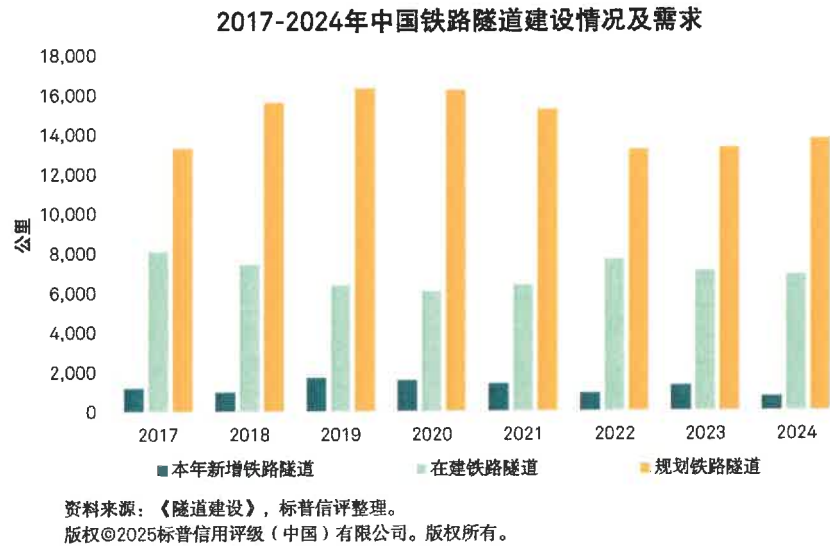


图6



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。

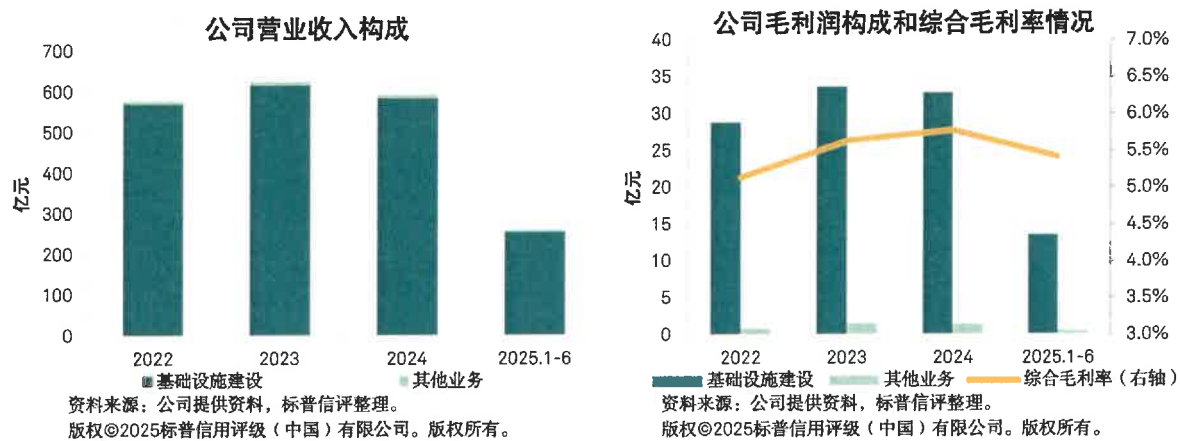
二、评级基准

公司概况

中铁隧道局集团有限公司（以下简称“公司”或“中铁隧道局”）前身为 1978 年 5 月铁道部报请国务院批准成立的铁道部 4501 工程指挥部。1978 年 10 月，国务院批准将 4501 工程指挥部改组为铁道部隧道工程局，主管部门为中国铁路工程总公司，为中国从事隧道和地下工程施工的专业化企业。2000 年 11 月，公司名称因改制由“铁道部隧道工程局”变更为“中铁隧道集团有限公司”。2007 年 9 月，中国铁路工程总公司将其持有的公司 100% 股权作为出资投入中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”），公司控股股东变更为中国中铁。2017 年 7 月，公司更为现名。截至 2025 年 6 月末，公司注册资本和实收资本均为 40 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、监事会和经营管理层组建的管理治理结构，按照《企业内部控制规范》建立内部控制相关制度并予以实施。

公司主要从事与隧道及地下工程相关的建筑工程施工业务，拥有超 140 台盾构机与 TBM，是国内保有数量最多、门类最齐全的隧道施工企业。2024 年，公司全年实现收入 593.6 亿元，净利润 6.5 亿元，年末总资产 827.9 亿元。2024 年，公司基础设施建设业务收入 584.8 亿元，收入占比 98.5%；实现毛利润 34.3 亿元，其中基础设施建设业务毛利润 32.9 亿元，毛利润占比 95.8%。公司其他业务包括装备制造、物资贸易、爆破等。公司 2022-2024 年及 2025 年上半年收入和毛利润构成见下图。

图7



业务状况

标普信评认为，公司业务状况“良好”。作为中国隧道建设能力的代表，公司在隧道及地下工程领域具备显著的竞争优势，业务资质全面，市场美誉度高，业务规模大且区域及类型分布广泛，营运效率及盈利能力均处于行业平均水平。

我们认为，公司凭借在隧道及地下工程领域突出的技术实力及整体优秀的业务资质，在隧道及地下工程领域具备高市场占有率，过往履约情况优秀，市场美誉度高。公司作为近 50 年专注于隧道及地下工程领域建设的专业化工程局，积累了丰富的施工经验并引领中国隧道科技实现四次跨越，并曾参与国家 863 盾构机研发工作。截至 2025 年 6 月末，公司 1,055 项科研成果中具有国际领先水平 95 项，国际先进水平 230 项；累计获得国家级科技进步奖 17 项，拥有国家级工法 27 项。公司拥有隧道掘进机及智能运维全国重点实验室、国家级企业技术中心，同时为中国土木工程学会隧道及地下工程分会的挂靠单位。公司拥有 3 类施工总承包特级资质和 4 类专业承包一级资质，以及铁道、公路、市政行业设计甲级资质，测绘甲级资质，全断面隧道掘进设备监理甲级资质，全断面隧道掘进机检测资质。公司隧道及地下工程行业龙头地位持续稳固，保持 20km 以上特长铁路隧道、10km 以上特长公路隧道优势，在大盾构领域处于领先地位。公司累计建设各类隧道约占全国隧道总长的 10%；已建成 20 公里以上铁路隧道 15 座，数量占全国总数的 70%；参建全国 8 座 30 公里以上铁路隧道中的 7 座，承建全国已完工和在建洞库 26 座中的 23 座。截至 2025 年 6 月末，公司累计荣获鲁班奖 27 项，詹天佑大奖 46 项，国家优质工程奖 83 项，国际隧道与地下空间协会隧道奖 5 项，国际市政工程协会特殊国际荣誉奖 1 项。公司参建了国际隧道和地下空间协会（ITA）评选的全球隧道与地下工程领域 50 项标志性工程中中国所入选 9 项工程中的 7 项。

我们认为，公司具备高于行业平均水平的业务规模，同时受益于业务区域及类型的分散优势，应对下游各领域需求结构性变化的能力较同业更强，可稳定自身业务规模。2022-2024 年，公司基础设施建设业务收入规模保持基本稳定，年均约 590 亿元。同期，公司新签订单亦保持基本稳定，均超 1,000 亿元。近年来，公司新签订单对施工工程项目收入覆盖程度约 1.8 倍。2025 年 6 月末，公司期末在手未完工订单 2,105 亿元，对年均收入覆盖度约 3.6 倍，充裕的在手订单为公司提供了中短期内保持收入规模基本稳定的能力。公司展业区域遍布国内各个地区，其中华东及华南地区占比高于其他地区，但整体无任一地区新签订单占比超过 1/3，分散程度高。同时，公司拥有对外承包工程资质及对外经营权，实施“大海外”和海外“双优”发展战略，海外足迹遍布亚欧美非四大洲，过往涉足项目 100 余项，在建工程 30 项。2022-2024 年及 2025 年上半年，公司新签订单中没有任一类型超过 1/3，铁路、公路、市政及房建项目新签订单占比合计约 70%。虽然下游不同市场需求受到政策影响等因素影响相对较大，但是受益于业务资质全面且在过往项目承接中建立的良好市场口碑和客户关系，可拓展能源洞库、军民融合领域、生态环保、水系治理、风电光伏、能源管网等新兴业务，形成自身“第二曲线”。

表1

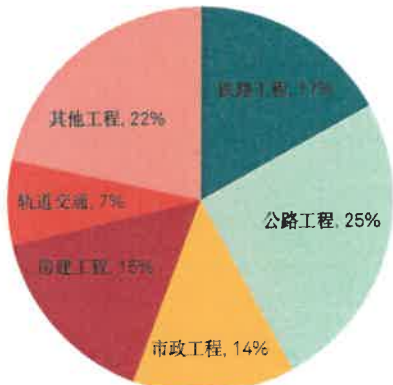
公司基础设施建设业务规模及可持续性情况				
	2022	2023	2024	2025.1-6

基础设施建设业务收入（亿元）	572	618	585	256
当期新签订单金额（亿元）	1,091	1,095	1,049	450
期末在手未完工订单（亿元）	1,883	2,384	2,115	2,105
其中：尚未开工（亿元）	211	380	389	442
已开工未建设（亿元）	1,672	2,004	1,726	1,663
当期新签订单对业务收入覆盖倍数（倍）	1.9	1.8	1.8	-
期末在手未完工订单对业务收入覆盖倍数（倍）	3.3	3.9	3.6	-

注：“-” 为不适用。
资料来源：公司提供，标普信评整理。

图8

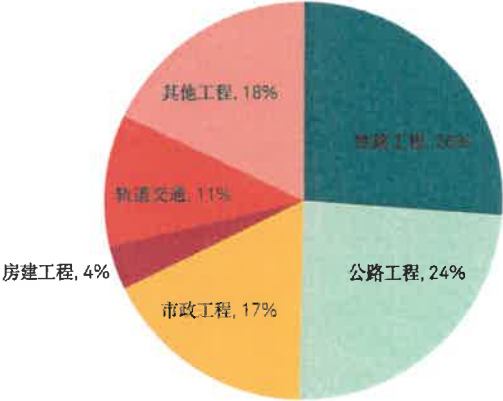
近三年及一期公司新签订单类型分布



注：其他工程主要包括水利水电工程、新能源、洞库、管廊、机电安装等类型。
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9

2025年6月末公司已开工未建设订单类型分布



注：其他工程主要包括水利水电工程、新能源、洞库、管廊、机电安装等类型。
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。

我们认为，公司营运效率及盈利能力处于行业平均水平。营运效率方面，公司严格进行项目遴选且管理细致程度较高，并且重视清收工作，应收账款及存货周转效率尚可。公司在项目遴选时针对重大风险点设定“禁投”红线、“慎投”底线标准并予以执行，保证了整体项目质量，对公司营运效率起到了有效支撑。公司高度重视存货及应收账款（以下简称“两金”）周转情况，将与两金周转高度相关的“收入确权”和“收尾结算”环节列入项目开展“八大关键环节”。近年来受整体下游客户资金相对紧张影响，公司两金周转天数随建筑工程施工行业整体环境有所增长，整体仍处行业平均水平。同时，公司管销费用率保持了较好的稳定性，约为 1.5%，处于行业优秀水平。此外，公司在施工进度、工程质量及安全生产方面亦制定了严格的管控措施，并取得了良好的管控效果。盈利能力方面，虽然公司建筑工程施工业务毛利率受制于利润空间相对较低的铁路工程项目占比较高而低于行业平均水平，但受益于优秀的期间费用管控效果，整体利润水平尚可且盈利情况较为稳定，盈利能力处于行业平均水平。

图10



财务风险

核心假设

- 2025 及 2026 年，因行业整体景气度下行、同业竞争激烈以及公司仍将保持严格的项目遴选标准，公司营业收入将延续 2024 年下降趋势，平均增速约为-3%。
- 2025 及 2026 年，公司综合毛利率约 4.5-5.0%。
- 2025 及 2026 年，公司资本开支主要用于盾构机/TBM 等设备购置及更新改造，年均规模 8-9 亿元。
- 2025 及 2026 年，公司年均支付现金股利 1.2 亿元左右。

标普信评认为，公司的财务风险“较低”，主要体现在公司杠杆水平较低，利息偿付能力很强。我们预计，因行业整体景气度下行、同业竞争激烈以及公司仍将保持严格的项目遴选标准，2025 及 2026 年公司营业收入将较前期有所减少且利润率略有下降，EBITDA 有所减少。我们预计，公司可基本保持债务规模稳定，虽然杠杆率仍将因 EBITDA 的减少而有所提高且利息偿付能力将有所弱化，但是仍可保持整体相对稳定。同时，公司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。

我们预计，因行业整体景气度下行、同业竞争激烈以及公司仍将保持严格的项目遴选标准，2025 及 2026 年公司营业收入将较前期有所减少且利润率有所下降，EBITDA 有所减少。我们预计，公司仍将在隧道及地下工程领域保持极强的竞争力，但公路及轨道交通等主要下游领域的需求因政府及下属融资平台投资力度持续弱化，并且公司仍将执行现有

“禁投”红线和“慎投”底线标准，所以公司相应新签订单将在 2024 年基础上进一步减少。我们预计，公司积极围绕能源洞库、生态环保、水系治理、风电光伏、能源管网等领域打造“第二曲线”，但上述领域相对隧道而言所需技术水平要求更低，市场参与者数量更多、同质化竞争更为激烈，难以完全凭此弥补原有领域所减少的业务规模。同时，即使在建筑工程施工行业景气度上行期间，企业间原先竞争已非常充分，而现在面临行业景气度下行时，企业间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，公司可基本保持债务规模稳定，虽然杠杆率仍将因 EBITDA 的减少而有所提高且利息偿付能力将有所弱化，但是仍可保持整体相对稳定。内部管理中，公司将工程项目资金自平衡作为底线进行管理，同时对刚性债务超限、风险敞口大及长期垫资使用的情况进行预警，提高了资金管理水平。凭借良好的管控成果，公司在手非受限资金规模较大且年度经营性现金流持续净流入，为债务规模的控制提供了良好的客观条件，上述情形将在未来基本得到延续。公司主要非经营性资金需求来源于以盾构机/TBM 为主的工程设备购置及更新改造。我们预计，随着下游需求弱化，公司相应的资本开支力度也将得到相应控制。受 EBITDA 减少影响，公司 2025 及 2026 年经调整总债务/EBITDA 将较 2024 年有所提高，EBITDA 利息覆盖倍数将较 2024 年有所降低。不过，经调整总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息覆盖倍数的变化程度相对较小，公司财务风险不会因此显著增加。

我们认为，公司作为中央国有企业，资本市场认可程度高，融资渠道通畅，再融资能力很强。截至 2025 年 6 月末，公司主要债务类型为银行借款及所发行的永续债。公司债务融资成本较低，存量债务融资成本约 2%，近期长短期借款融资成本约 1%，体现了投资者对于公司的认可程度。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，包括政策性银行、全部 6 家国有大型商业银行、全部 12 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）1,013 亿元，其中未使用部分约 603 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	58,005	62,613	59,355	2025 及 2026 年，公司营业收入将延续 2024 年下降趋势，平均增速约为-3%，综合毛利率约 4.5-5.0%；	
EBITDA	2,190	2,083	2,984		
利息支出	237	190	274		
经调整总债务	10,619	9,775	14,872	2025 及 2026 年，公司年均资本开支 8-9 亿元；年均支付现金股利在 1.2 亿元左右。	
营运现金流	2,017	1,889	2,650		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	4.8	4.7	5.0	5.0-6.0	5.5-6.5
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	9.3	11.0	10.9	7.0-10.0	7.0-10.0
EBITDA 利润率（%）	3.8	3.3	5.0	3.5-4.5	3.5-4.5

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	11,609	9,997	2,948	2,948	155
标普信评调整					
当期所得税	-	-	-	-126	-
盈余现金	-2,835	-	-	-	-

利息及股利收入	-	-	-	66	-
利息支出	-	-	-	-155	-
其他权益工具	3,200	-3,200	-	-	-
其他权益工具股息或利息	-	-	-	-119	119
其他	2,897	-	36	36	-
调整总额	3,262	-3,200	36	-298	119
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	14,872	6,796	2,984	2,650	274

注：总债务=短期债务+长期债务。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选取了中交一公局集团有限公司（简称“中交一公局”）、中铁十一局集团有限公司（简称“中铁十一局”）和中铁上海工程局集团有限公司（简称“中铁上海局”）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。

我们认为，公司在业务资质、业务规模等方面与可比企业基本相当。公司与可比企业均拥有3类及以上的施工总承包特级资质、多类总承包及专业承包一级资质，均具备良好的施工能力，并且均在过往项目建设过程中取得了良好的成绩，持续获评国家重量级奖项。虽然公司业务规模较可比企业稍小，但是与可比企业均处于行业领先水平。此外，公司与可比企业均在全国范围内展业且承揽项目多样化程度高，区域和项目集中风险低。

我们认为，公司在运营效率方面与可比企业基本相当。周转方面，公司与可比公司两金周转天数合计均处于行业平均水平。公司两金周转天数合计数值大于可比公司，但公司应收账款周转情况相对优秀，主要差距体现在合同资产的周转方面。我们认为，公司与可比企业在承接项目类型结构上的差别是导致合同资产周转效率差异的原因，并非实际运营效率弱于可比企业。受制于所开展项目难度相对较高，公司易产生和积累需长时间处理的合同外费用，同时公司所承接工期较短的房建及市政业务占比相对较低，导致相对于可比企业受上述因素影响程度更高。公司与可比企业在管理及销售费用管控方面均表现优异，管销费用率基本持平。

我们认为，公司财务风险表现优于可比企业，主要体现为杠杆水平相对更低。相对于中交一公局，公司与其他两家可比企业并表投资类业务较少规避了大额且长期的资金占用，实现了债务规模与利润规模的有效控制。公司与可比企业作为八大建筑央企下属工程局，均具备良好的资本市场认可度，具备较强的融资便利度。

表4

经营情况比较					
	年份	中铁隧道局	中铁上海局	中铁十一局	中交一公局
总承包特级资质拥有情况	-	3类	4类	4类	3类
中国建筑工程鲁班奖	-	27	24	23	31
中国土木工程詹天佑奖	-	46	26	29	14
建筑工程施工业务收入 (亿元)	2023-2024 平均	601	511	963	1,287
建筑工程施工业务新签订单 (亿元)	2022	1,091	978	2,073	2,477
	2023	1,095	1,176	2,207	2,712

	2024	1,049	未取得	1,932	2,983
订单类型	-	铁路工程、公路工程、城市轨道交通、房建工程、市政工程	铁路工程、公路工程、城市轨道交通、房建工程、市政工程	铁路工程、公路工程、城市轨道交通、水利水电、房建工程、市政工程	铁路工程、公路工程、城市轨道交通、水利环保、房建工程、市政工程
业务区域	-	遍及中国大陆境内，少量涉及中国大陆境外	遍及中国大陆境内	遍及中国大陆境内，少量涉及中国大陆境外	遍及中国大陆境内，少量涉及中国大陆境外
应收账款周转天数（天）	2023-2024 平均	51	88	63	46
存货周转天数（天）	2023-2024 平均	172	74	73	79
应收账款和存货周转天数合计（天）	2023-2024 平均	223	162	135	124
管销费用率（%）	2023-2024 平均	1.5	1.6	1.4	1.7
建筑工程施工业务毛利率（%）	2023-2024 平均	5.7	5.2	7.3	11.3
控股股东	-	中国中铁股份有限公司	中国中铁股份有限公司	中国铁建股份有限公司	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	国务院国有资产监督管理委员会

注：公司获奖情况截至 2025 年 6 月末，中铁上海局获奖情况截至 2024 年末，中铁十一局及中交一公局获奖情况截至 2025 年 3 月末。

资料来源：公司提供，iFinD，标普信评整理和调整。

表5

财务情况比较（2023 与 2024 年平均值，单位：百万元）

	中铁隧道局	中铁上海局	中铁十一局	中交一公局
营业收入	60,984	51,686	98,632	130,852
经调整总债务	12,323	8,844	16,750	101,969
EBITDA	2,534	1,316	4,075	6,811
资本支出	1,166	483	1,939	13,394
EBITDA 利润率（%）	4.2	2.6	4.1	5.2
经调整总债务/EBITDA（倍）	4.8	6.6	4.1	15.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	8.8	10.9	9.1	2.7

资料来源：公司提供，iFinD，标普信评整理和调整。

三、个体信用状况

个体信用状况

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较低。业务状况方面，作为中国隧道建设能力的代表，中铁隧道局在隧道及地下工程领域具备显著的竞争优势，业务资质全面，市场美誉度高，业务规模大且区域及类型分布广泛，营运效率及盈利能力均处于行业平均水平。财务风险方面，公司杠杆水平较低，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。

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和营运现金流净流入。此外，截至 2025 年 6 月末，公司未使用的金融机构授信额度 603 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6

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 43 亿元。	未来 12 个月，公司到期偿付的刚性债务规模约为 45 亿元。
2025 年 6 月末，公司未使用或可循环的金融机构授信约 18 亿元。	未来 12 个月，公司营运资本净流出约 9 亿元。
未来 12 个月，公司营运现金流净流入约 22 亿元。	未来 12 个月，公司资本支出约 8-9 亿元。
	未来 12 个月，公司支付现金股利约 2 亿元。

数据来源：公司提供，标普信评整理。

表7

债务本息到期分布（单位：百万元）	
期限	金额
1 年以内	4,541
1-2 年	1,931
2-3 年	1,996
3 年以上	1,038
合计	9,505

注：数据截至 2025 年 6 月末，含权债券按照行权计算。上述金额仅为有息债务到期本金金额，分项加总与合计不一致系四舍五入导致。

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，公司不存在对外担保。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，公司作为被告的诉讼金额均低于 5,000 万元，金额相对业务规模很小，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 8 月 26 日，公司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。

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 6 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，在利润等方面贡献程度相对较高。公司从事的基础设施建设业务为中国中铁核心业务，公司作为中国中铁下属四大专业化工程局，为中国中铁承建含隧大型项目提供了能力支撑。同时，公司在中国中铁系统内二级公司中总资产、净利润等规模排名靠前，对整体具备较强的影响。2024 年，公司总资产、净资产和净利润在中国中铁下属二级公司中排名分别为 14/50、23/50 和 17/50，在建筑工程施工领域二级公司中排名分别为 7/18、10/18 和 9/18。
- 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，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

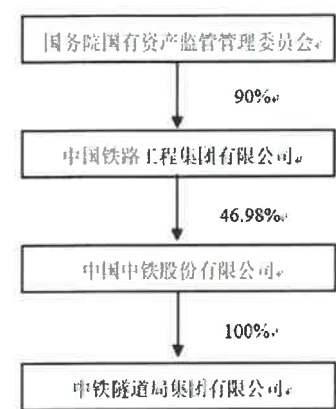
附录1： 主要财务数据及指标

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	5,815	6,540	7,150	4,755
应收票据和应收账款	6,511	8,278	8,656	8,120
存货和合同资产	15,999	24,956	32,355	35,108
长期应收款	-	-	9,421	10,828
固定资产	4,270	4,466	4,928	4,415
其他非流动资产	8,015	11,672	9,902	9,056
资产总计	48,051	63,233	82,791	82,357
短期借款	1,521	1,221	3,239	3,120
应付票据及应付账款	22,238	36,723	50,634	48,535
预收款项及合同负债	3,291	2,268	2,453	3,303
一年内到期的非流动负债	73	182	1,045	847
长期借款	2,300	2,185	2,457	2,795
应付债券	70	10	1,015	1,080
其他权益工具	3,200	3,200	3,200	3,200
所有者权益合计	9,437	9,644	9,997	10,296
营业收入	58,005	62,613	59,355	26,044
营业成本	55,029	59,088	55,926	24,634
销售费用	26	28	25	8
管理费用	820	930	830	322
研发费用	1,118	1,347	1,356	527
财务费用	88	88	276	114
利润总额	-65	-72	-117	4
净利润	663	713	766	390
经营活动现金流入小计	66,095	70,311	59,002	26,557
经营活动现金流出小计	65,011	69,206	58,101	28,778
经营活动产生的现金流量净额	1,084	1,105	900	-2,220
投资活动现金流入小计	164	695	234	825
投资活动现金流出小计	2,398	1,357	1,685	351
投资活动产生的现金流量净额	-2,235	-662	-1,452	473
筹资活动现金流入小计	5,406	3,434	5,612	1,341
筹资活动现金流出小计	3,690	3,287	4,318	1,512
筹资活动产生的现金流量净额	1,716	147	1,294	-171
调整后财务数据及指标				
	2022	2023	2024	2025.1-6
EBITDA	2,190	2,083	2,984	--
利息支出	237	190	274	--
经调整总债务	10,619	9,775	14,872	--

EBITDA 利润率 (%)	3.8	3.3	5.0	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	4.8	4.7	5.0	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	9.3	11.0	10.9	--

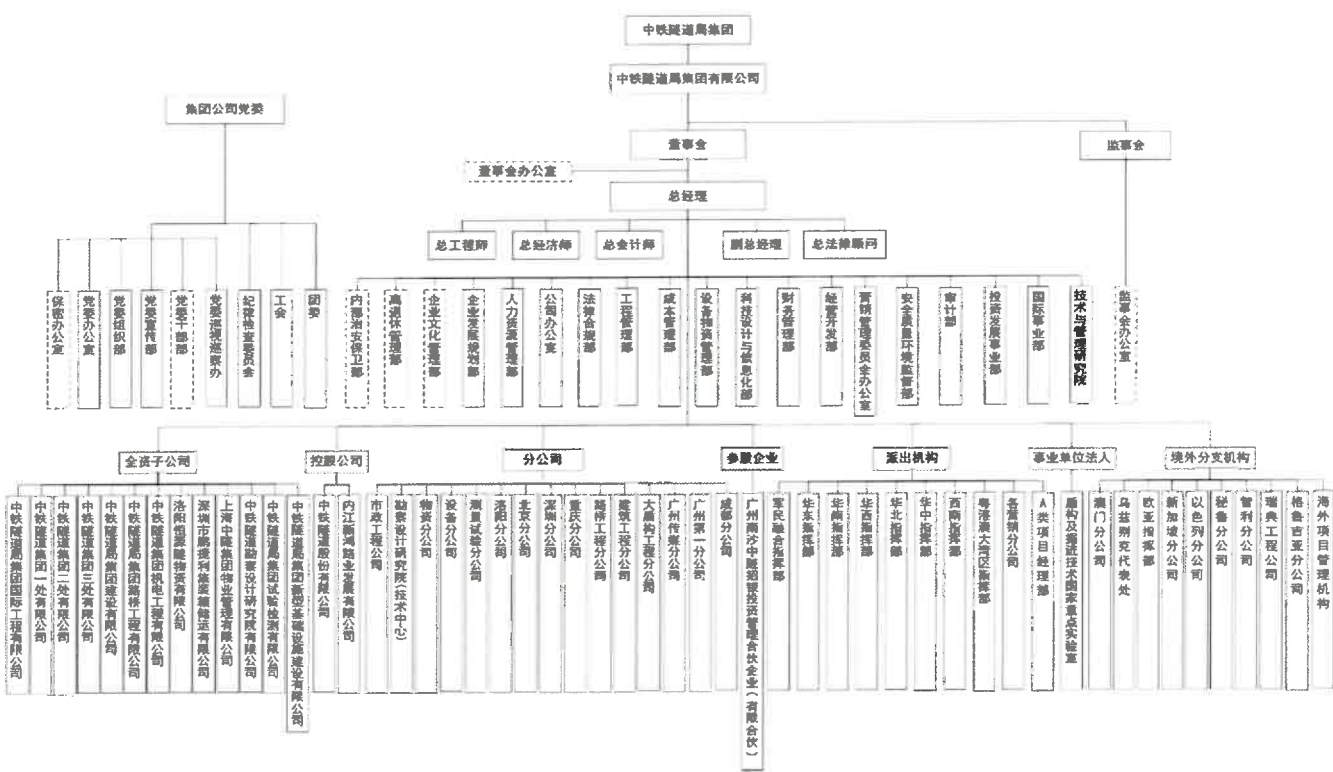
注：1、上表中财务数据基于公司披露的普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告、天健会计师事务所(特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告以及 2025 年 1-6 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

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+收到的联营合营企业股利+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）的附属企业。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。