

债项跟踪评级报告

中铁上海工程局集团有限公司

评定日期：2026 年 7 月 31 日

债项名称	发行规模	起息日	债项期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
25 铁沪 Y1	8 亿元	2025-12-25	(5+N) 年	AAA _{spc}	AAA _{spc}	2026 年 6 月 18 日-本评级报告出具日的前一天

根据有关法规要求，标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）按照标普信评关于中铁上海工程局集团有限公司（以下简称“中铁上海局”）所发行相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。标普信评维持中铁上海局的主体信用等级为“AAA_{spc}”，评级展望为稳定。上表中所列示债券在跟踪期内无付息日，标普信评维持上述债券的级别为“AAA_{spc}”。

相关评级方法

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2026 年 6 月 17 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-工业行业，2026 年 4 月 23 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。

相关主体信用质量分析

报告后附。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至债券到期兑付日或我们进一步更新并出具前（两者孰早）有效。

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，并非某种决策的结论和建议。

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

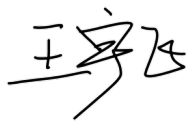


项目负责人

王宇飞

北京

Fred.wang@spgchinaratings.cn

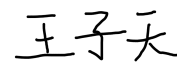


项目组成员

王子天

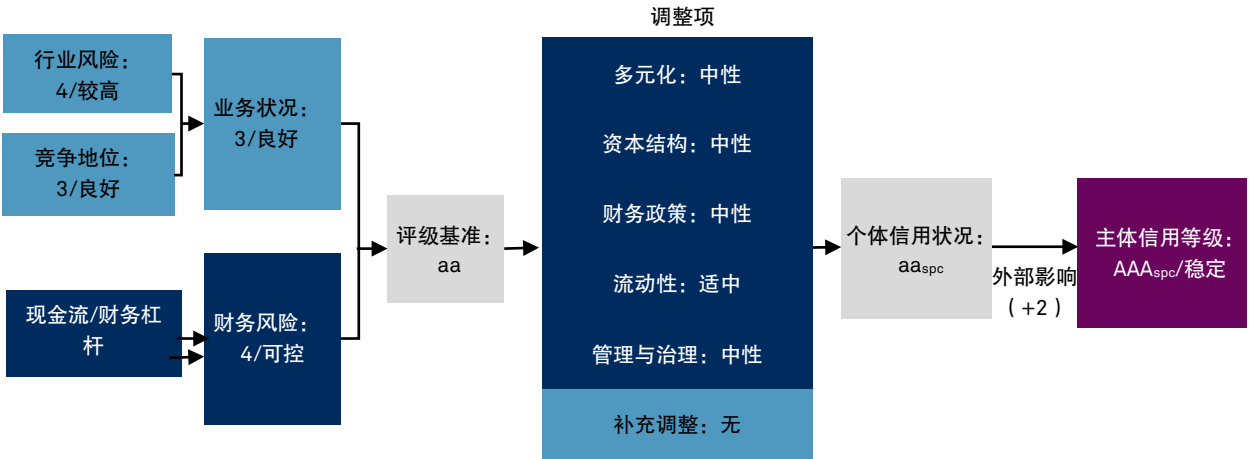
北京

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	展望/观察
中铁上海局集团有限公司	建筑工程施工	主体信用等级	AAA _{spc}	稳定



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）维持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。标普信评认为，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，但利息偿付能力较强，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保持“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

标普信评维持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。

标普信评对中铁上海局的最近一次主体评级结果

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAA _{spc}	稳定	2026 年 6 月 18 日	2026 年 11 月 30 日

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，2026 年 6 月 17 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-工业行业，2026 年 4 月 23 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

根据国家十五五规划，发展实业和加大创新将是重中之重，同时促进消费仍然是支撑经济的关键。我们预计 2026 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓，主要是由于在信心持续疲弱和未有更多的刺激政策出台背景下，国内需求和投资增长势头持续减弱。同时受益于与人工智能相关的科技出口浪潮，中国科技产品的出口数量和金额均呈现显著增长。另外外部宏观环境（能源价格和关税）的不确定性也或将对中国经济产生一定影响。我们认为中东冲突将在今年下半年逐步缓解，未来几个月全球油价将保持高位，之后应逐渐回落，到 2028 年初恢复至危机前水平。美国对亚太经济体的关税税率也可能再次上升。

我们认为，尽管基础设施投资力度有所发力，但受限於房地产景气度持续弱化，中国建筑工程施工行业景气度已处于下行趋势。建筑业作为中国的国民经济支柱产业，在工业化与城市化的进程中起到了重要作用，需求主要由基础设施建设和房地产开发构成。基础设施建设方面，受地方财政处于紧平衡以及“十四五”规划末期重大项目竣工收尾等影响，自 2025 年年中我国基础设施建设投资增速同比出现多月连续回落，2025 年全年基础设施建设投资规模出现多年来首次负增长。房地产开发方面，受下游市场客户观望情绪仍较强影响，2025 年房地产新开工面积和房地产投资金额分别延续自 2020 年和 2022 年以来的下跌趋势，同比降幅分别为 20.4%和 17.2%。受上述因素综合影响，2025 年中国固定资产投资增速多年来首次出现负增长。2026 年 1-6 月，受制于基础设施投资领域的弱势反弹及房地产投资领域延续弱势运行，我国固定资产投资增速仍处于负增长状态。下游需求的弱化导致我国建筑业市场规模持续收缩，行业景气度显著下行。2025 年，中国建筑业总产值出现多年来首次负增长，同时建筑业新签合同额和建筑业房屋建筑新开工面积同比降幅进一步扩大。2026 年二季度，上述情况并未出现显著好转。

图1

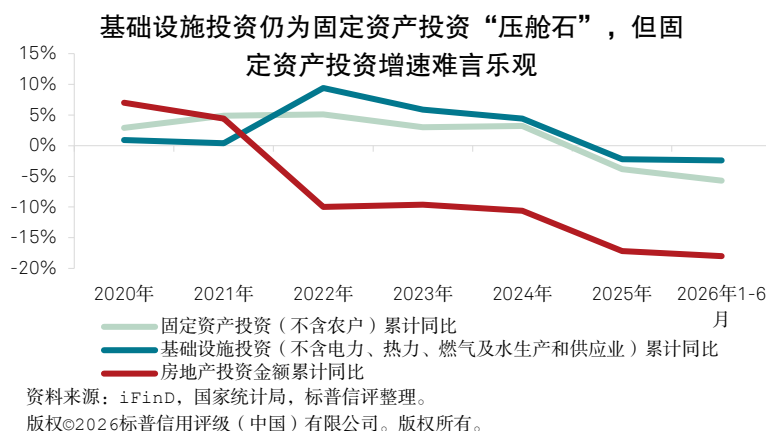
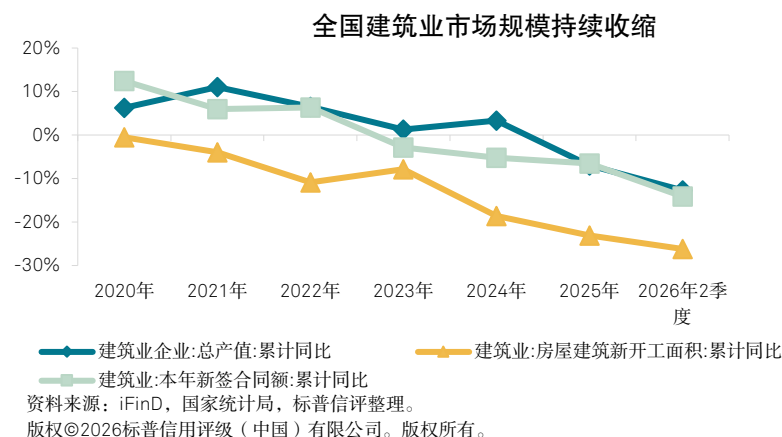
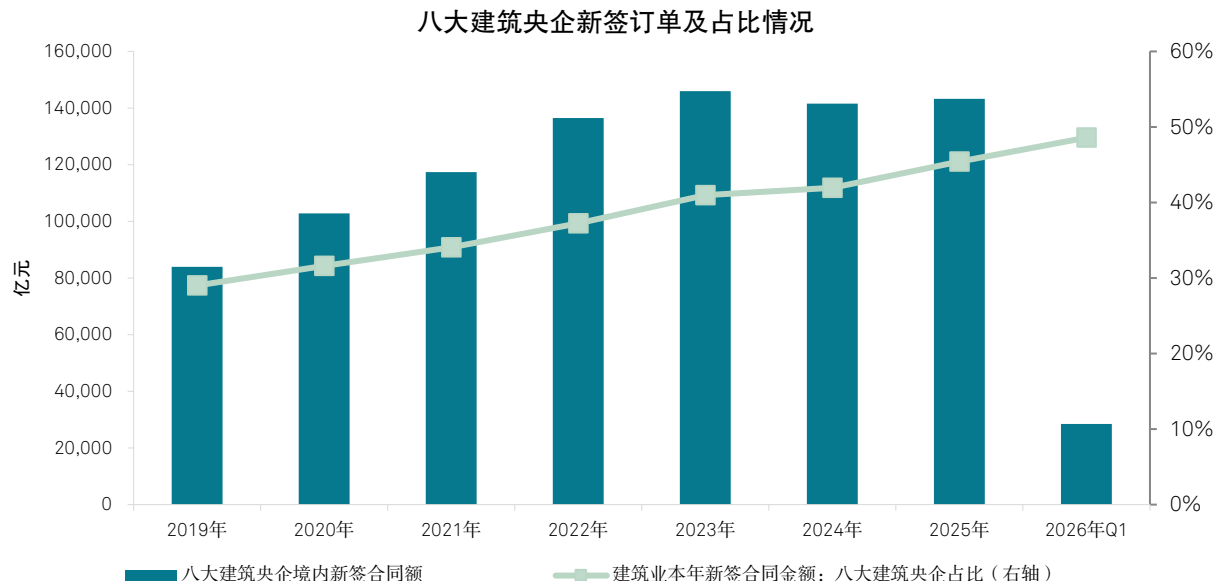


图2



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，虽然建筑工程施工行业集中度处于较低水平，但是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，2025 年市场占有率已由 2019 年约 29%提高至 45%。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。不过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



注：八大建筑央企包括中国中铁股份有限公司、中国能源建设股份有限公司、中国电力建设股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司、中国建筑股份有限公司、中国冶金科工股份有限公司和中国化学工程股份有限公司。八大建筑央企新签订单仅包括境内部分，但受限于公开数据口径包括一定非建筑工程业务订单。
资料来源：iFinD，国家统计局，标普信评整理。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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，进入 2026 年后亦未见好转，2026 年上半年同比下降 9.8%。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 年重新开始较快速度增长，2024 年增速甚至突破了 10%；2025 年及 2026 年 1-6 月增速虽有下滑，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 年始已经历多年连续下滑，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等影响，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。不过，以八大建筑央企为代表的部分建筑工程施工企业因项目甲方信用资质较高，通过应收账款保理等方式加速资金回笼。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 2026 年 3 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 47.08% 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（含下属各专业委员会）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。2025 年，公司全年实现收入 417.0 亿元，净利润 3.8 亿元，年末总资产 723.7 亿元。2025 年，公司建筑工程施工业务收入 402.9 亿元，收入占比 96.6%；实现毛利润 23.2 亿元，其中建筑工程施工业务毛利润 22.3 亿元，毛利润占比 96.1%。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 2023-2025 年及 2026 年一季度收入和毛利润构成见下表。同时，公司还投资了少量 PPP 项目，其中控股项目 4 个，总投资 40.7 亿元，参股项目 2 个，目前全部 PPP 项目均处于运营阶段。

表1

营业收入及毛利率构成（单位：亿元，%）								
业务板块	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年 1-3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑工程施工	547.2	4.8%	475.8	5.5%	402.9	5.5%	83.1	4.5%
其中：铁路工程	159.4	2.2%	134.6	6.0%	135.3	5.2%	23.9	3.7%
公路工程	73.8	3.5%	47.3	2.7%	32.6	3.2%	7.2	6.3%
市政工程	127.3	6.3%	115.3	4.9%	102.3	5.2%	22.9	5.2%
房建工程	109.2	8.2%	100.8	8.1%	76.5	7.1%	17.7	5.7%
轨道交通	68.2	3.6%	66.7	3.6%	40.6	3.9%	7.6	1.9%
其他基建工程	9.3	6.9%	11.1	6.1%	15.5	12.2%	3.8	1.9%
其他业务	5.2	9.1%	5.6	10.6%	14.2	6.4%	1.5	18.4%
合计	552.4	4.8%	481.4	5.6%	417.0	5.6%	84.5	4.8%

注：分项与合计数不一致系四舍五入导致。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

业务状况

标普信评认为，跟踪期内，公司业务状况维持“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 225 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 1,654 项，国家级工法 6 项、省部级工法 478 项。

我们认为，公司业务规模较大，业务布局区域多元，虽然 2025 年公司建筑工程施工业务收入规模和新签订单规模均进一步下滑，但我们认为凭借相对充足的订单储备，未来 2-3 年公司业务可持续性尚可。2025 年，公司新签合同规模受行业影响而有所下滑，年新签合同金额约 797 亿元，不过仍处于行业中等偏上水平。同期，建筑工程施工业务收入下滑至约 403 亿元，新签合同额对建筑工程施工业务当期收入的覆盖倍数维持在 2 倍左右。截至 2026 年 3 月末，公司在手订单中尚未开工金额约 781 亿元，在建未完工金额约 1,210 亿元，为公司中短期收入规模提供一定支撑。业务结构方面，2025 年公司铁路、房建、市政、公路、轨道交通和其他工程项目新签合同占比分别为 35%、22%、18%、13%、4%和 7%，各业务板块新签订单呈现明显分化态势，铁路、公路工程项目项目新签订单规模增幅较大，但市政、房建、轨交和其他工程项目新签订单规模均面临不同程度的下滑。其中，2025 年公司加大铁路市场开发力度，并通过 EPC+F、小股东参股等方式承揽了多条高速公路特许经营项目，导致铁路工程和公路工程项目新签合同规模显著提升。但房建工程业务受行业景气度下行叠加公司为规避风险主动放弃部分项目影响，2025 年该板块新签订单规模从 2024 年的 420 亿元大幅下降至 174 亿元，不过房建工程业务在手订单合同规模仍维持相对稳定，且公司在手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，虽然公司近年来积极拓展以生态环保、水利水电、矿山工程为主的新业务领域，但随着一线城市新建净水厂、污水处理厂项目逐年减少，2025 年该板块新签订单规模出现下降。公司未来计划培育污水处理运营能力，通过“投建营”一体化模式开展生态环保项目，并逐步积累水利、矿山领域项目经验，进一步加大新兴市场开发力度，我们将持续关注该板块未来发展情况。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。公司海外板块践行“海外优先”战略，稳步推进国际市场开发，亚太区域市场实现滚动发展，2023-2025 年公司海外业务年均新签合同额约 51 亿元。我们认为，相对分散的区域分布和海外市场的拓展也有助于公司相对稳定的获取订单。

表2

公司建筑工程施工业务规模及可持续性情况				
	2023	2024	2025	2026.1-3
建筑工程施工业务收入（亿元）	547	476	403	83
当期新签订单金额（亿元）	1,176	978	797	91
期末在手未完工订单（亿元）	1,603	1,747	2,054	1,991
当期新签订单对业务收入覆盖倍数（倍）	2.1	2.1	2.0	-
期末在手未完工订单对业务收入覆盖倍数（倍）	3.0	3.8	5.1	-

注：“-” 为不适用。
资料来源：公司提供，标普信评整理。

表3

公司新签订单类型及区域构成（亿元）				
	2023	2024	2025	2026.1-3
新签订单类型				
铁路工程	185	81	281	1
公路工程	90	59	106	4
轨道交通	95	37	30	1
市政工程	198	165	146	26
房建工程	467	420	174	44
其他工程	140	215	59	14
新签订单区域				
华东	275	154	170	21
华南	94	164	139	31
华中	155	53	123	6
华北	127	114	30	8
西南	178	81	25	5
东北	11	137	9	0
西北	73	13	22	0
晋鲁豫皖	225	186	244	19
海外	39	78	35	-

注：1、其他工程主要包括生态环保、矿山、水利工程等；2、华北、华东、华中等地区的订单情况已剔除单独列示的晋鲁豫皖区域。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

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持续上升，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 1.6%左右，处于行业优秀水平。盈利能力方面，虽然 2024-2025 年公司建筑工程施工业务毛利率小幅提升，但在行业内仍处于较低的水平，主要原因包括：公路项目因个别项目亏损导致毛利率偏低；轨道交通市场收缩、竞争加剧，因此压低了该业务的毛利率水平。受此影响，公司整体盈利能力低于行业平均水平。

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、工程预留金、各类保证金（保函）、销售款、回购款本息以及其他应收款等。

表4

公司业务周转情况（单位：百万元、天、%）			
	2023 年	2024 年	2025 年
应收票据及应收账款	11,467	13,153	12,229
存货	2,425	3,183	2,361
合同资产	7,016	8,069	8,193
应收账款周转天数	76	100	107
存货周转天数	66	90	98
两金周转天数合计	141	190	205
管销费用率	1.6	1.5	1.6

注：应收账款周转天数=365/（当年营业收入/期末应收票据及应收账款）；存货周转天数=365/（当年营业成本/期末存货及合同资产）；管销费用率=（销售费用+管理费用）/营业收入。

资料来源：公司财务报告，标普信评整理。

财务风险

核心假设：

- 2026 及 2027 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，年均降幅约 5%。
- 2026 及 2027 年，公司综合毛利率约 5%左右。
- 2026 及 2027 年，公司资本开支主要用于设备购置及更新改造，年均规模 3 亿元左右。
- 2026 及 2027 年，公司年均营运资本净流出约 10-20 亿元。

标普信评认为，跟踪期内，公司的财务风险维持“可控”，主要体现为公司杠杆水平偏高，但利息偿付能力较强。我们预计，因行业下游需求承压、同业竞争激烈，2026 及 2027 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，利息偿付能力较强，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，2026 及 2027 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、市政和轨道交通等主要下游领域的需求持续弱化，新签订单将在 2025 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不确定性较以前年度显著提升。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、矿山开发等领域打造“第二曲线”，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，2026-2027 年受制于 EBITDA 的减少以及债务规模和利息支出的增长，公司以经调整总债务/EBITDA 衡量的杠杆水平将持续增长，利息偿付能力将有所弱化，但仍可保持在较强的水平。2025 年公司收入和毛利均有所下降，但得益于对以研发费用为主的期间费用压降，公司 EBITDA 水平有所提升。不过，考虑到公司需维持日常正常运营，后续进一步压降期间费用的空间不大，预计未来 EBITDA 水平将随收入规模的下降而有所下滑。与此同时，因公司对三家 PPP 项目公司形成控制并将其纳入合并范围，公司 2025 年带息债务和利息支出水平均有所增长。此外，受业主方资金状况影响，公司两金周转天数随建筑行业环境持续增长，尽管可通过对保理、资产证券化等方式对应收账款进行出表处置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 2026-2027 年经调整总债务规模将进一步增长。随着 EBITDA 规模的收缩，预计未来 1-2 年公司经调整总债务/EBITDA 将较 2025 年有所上升，仍处于偏高水平；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较强的水平。

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 2026 年 3 月末，公司主要债务类型为银行借款（含中铁财务有限责任公司）及所发行的永续债，融资主体主要为本部。受并表 PPP 项目公司带息债务融资成本较高影响，公司综合债务融资成本有所上升，但存量债务融资成本仍可维持 2.1%左右，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、国有大型商业银行、全国性股份制商业银行等。截至 2026 年 3 月末，公司获得银行授信额度（包括保函、银行承兑汇票）580 亿元，其中未使用部分约 287 亿元。

表5

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
营业收入	55,236	48,137	41,704	2026 及 2027 年，公司营业收入将延续 2025 年下降趋势，年均降幅约 5%，综合毛利率约 5%左右；	2026 及 2027 年，公司年均资本开支 3 亿元左右；年均营运资本净流出约 10-20 亿元。
EBITDA	924	1,397	1,555		
利息支出	110	129	219		
经调整总债务	4,800	10,436	12,894		
营运现金流	844	1,323	1,343		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	5.2	7.5	8.3	10.5-11.5	11.0-12.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	8.4	10.9	7.1	4.5-5.5	4.0-5.0
EBITDA 利润率（%）	1.7	2.9	3.7	2.5-3.5	2.5-3.5

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6

公司财务数据调整-截至 2025 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	8,088	8,389	1,528	1,528	170
标普信评调整					
当期所得税	-	-	-	-85	-
盈余现金	-2,759	-	-	-	-
利息及股利收入	-	-	-	92	-
利息支出	-	-	-	-170	-
其他权益工具	2,900	-2,900	-	-	-
其他权益工具股息或利息	-	-	-	-49	49
对外担保和诉讼	5	-	-	-	-
收到的联营和合营企业股利			20	20	
其他	4660	-	7	7	-
调整总额	4,806	-2,900	27	-185	49
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	12,894	5,489	1,555	1,343	219

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

我们选择了中铁隧道局集团有限公司（简称“中铁隧道局”）和中铁北京工程局集团有限公司（简称“中铁北京局”）作为公司对比企业。上述公司均为中国中铁下属工程局，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7

同业情况					
	单位	年份	中铁上海局	中铁隧道局	中铁北京局
总承包特级资质拥有情况	类	-	4	3	3
建筑工程施工业务收入	亿元	2025	403	546	278
建筑工程施工业务新签订单	亿元	2025	797	1,093	661
应收账款周转天数	天	2025	107	55	52
存货周转天数	天	2025	98	255	161
两金周转天数合计	天	2025	205	310	212
管销费用率	%	2025	1.6	1.4	1.4
建筑工程施工业务毛利率	%	2025	6.0	6.0	7.7
资产总额	亿元	2025	726	873	470
负债总额	亿元	2025	643	770	415
营业收入	亿元	2025	417	557	284
净利润	亿元	2025	4	6	2
经营活动现金流净额	亿元	2025	4	7	16

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

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 2026 年 3 月末，公司未使用的金融机构授信额度 287 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8

流动性来源	流动性用途
2025 年末，公司非受限的现金及现金等价物约 55 亿元。	未来 12 个月，公司到期债务规模约为 59 亿元。
2026 年 3 月末，公司未使用或可循环的金融机构授信约 287 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 10-20 亿元。
未来 12 个月，公司营运现金流净流入约 8-13 亿元。	未来 12 个月，公司资本支出规模 3 亿元左右。
	未来 12 个月，公司支付现金股利约 1-3 亿元。

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，除授信额度外，数据截至 2025 年末。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表9

债务本金到期分布（单位：百万元）	
期限	金额
1 年以内	5,855
1-2 年	2,038
2-3 年	843
3 年以上	1,888
合计	10,624

注：数据截至 2025 年末，含权债券按照行权计算。上述金额包含短期借款、应付票据、一年内到期的带息负债、长期借款和其他权益工具中的永续债，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，标普信评整理和调整。

或有事项

截至 2026 年 3 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 2026 年 3 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 2026 年 5 月 7 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。

个体信用状况

综合以上分析，标普信评认为，公司的个体信用状况维持 aa_{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，但利息偿付能力较强；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 2026 年 3 月末，中国中铁由中国铁路工程集团有限公司 47.08%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，中央政府对中國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 2026 年 3 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。2025 年，公司总资产、净资产和净利润占中国中铁比重分别为 3%、2%和 1%，在中国中铁系统内二级公司中排名分别为 17/49、25/49 和 21/49，在建筑工程施工领域二级公司中排名分别为 10/18、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

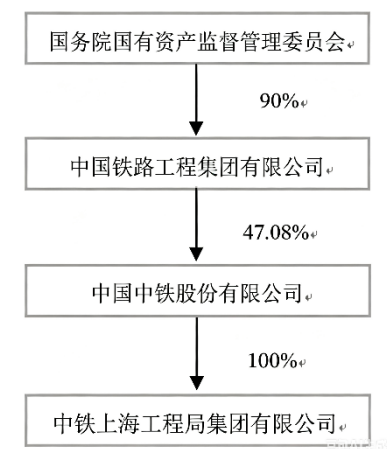
附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2023	2024	2025	2026.1-3
货币现金和交易性金融资产	7,627	7,336	8,408	6,338
应收票据和应收账款	11,467	13,153	12,229	10,241
存货和合同资产	9,441	11,252	10,554	11,134
长期应收款	700	10,127	18,190	16,611
其他非流动资产	5,351	5,757	6,080	5,886
资产总计	46,804	61,105	72,370	66,041
短期借款	500	1,380	1,700	1,900
应付票据及应付账款	27,500	38,074	41,159	34,907
一年内到期的非流动负债	11	93	649	462
长期借款	0	200	2,570	2,370
租赁负债	0	158	230	210
其他权益工具	2,097	2,099	2,900	2,900
所有者权益合计	6,372	6,750	8,389	8,470
营业收入	55,236	48,137	41,704	8,452
营业成本	52,567	45,451	39,385	8,050
管理及销售费用	856	745	670	136
研发费用	1,065	1,017	672	55
财务费用	81	65	205	87
资产减值损失及信用减值损失	-37	-88	-123	2
利润总额	311	507	453	58
净利润	270	435	384	49
经营活动产生的现金流量净额	550	645	356	-2,124
投资活动产生的现金流量净额	-632	-1,935	-1,312	1,702
筹资活动产生的现金流量净额	188	673	737	-149
调整后财务数据及指标（单位：百万元）				
	2023	2024	2025	2026.1-3
EBITDA	924	1,397	1,555	--
利息支出	110	129	219	--
经调整总债务	4,800	10,436	12,894	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	5.2	7.5	8.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	8.4	10.9	7.1	--
EBITDA 利润率（%）	1.7	2.9	3.7	--

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 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 2024-2025 审计报告以及 2026 年 1-3 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。

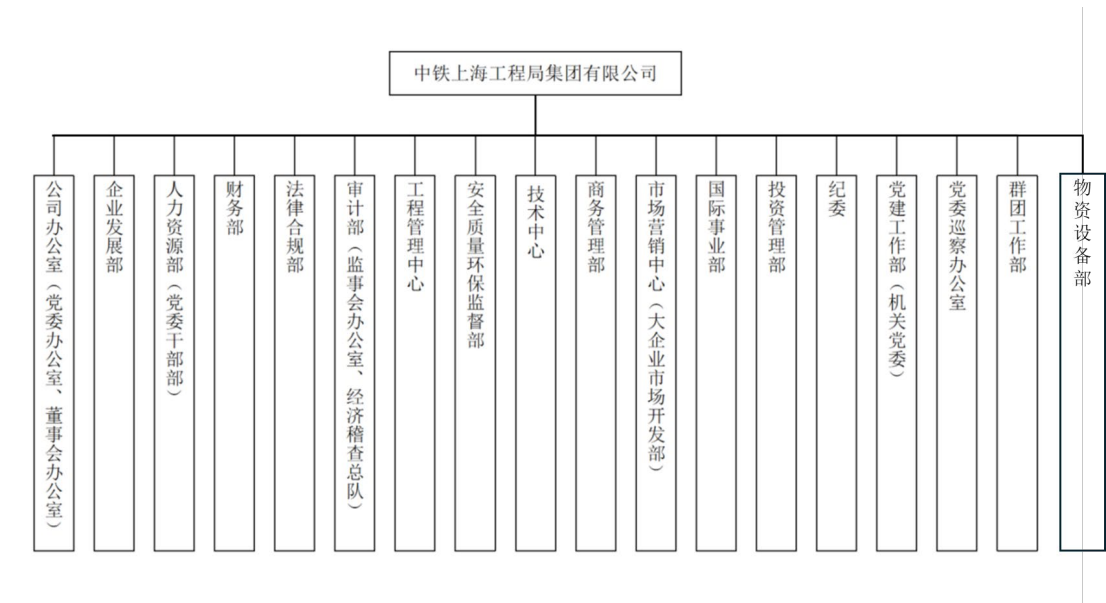
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2026 年 3 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

$$\text{EBITDA (调整前)} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{管理费用} - \text{销售费用} - \text{研发费用} + \text{折旧及摊销 (报告值)} - \text{税金及附加} - \text{其他经营支出 (收入)}$$

$$\text{EBITDA} = \text{EBITDA (调整前)} + \text{经营租赁租金调整} - \text{资本化的研发费用} + \text{营业成本中的资本化利息} + \text{收到的联营合营企业股利} + \text{其他调整}$$

$$\text{折旧及摊销} = \text{折旧及摊销 (报告值)} + \text{经营租赁折旧摊销调整} + \text{其他调整}$$

$$\text{EBIT} = \text{EBITDA (调整前)} + \text{经营租赁租金调整} - \text{资本化的研发费用} + \text{营业成本中的资本化利息} - \text{折旧及摊销} + \text{非经营收入 (成本)} + \text{其他调整}$$

$$\text{利息支出} = \text{利息支出 (报告值)} + \text{资本化利息} + \text{经营租赁利息调整} + \text{其他权益工具股利或利息} + \text{其他调整}$$

$$\text{已付现金利息} = \text{现金利息支出} + \text{已付其他权益工具股利或利息} + \text{其他调整}$$

$$\text{营运现金流} = \text{EBITDA} - \text{利息支出} + \text{利息及股利收入} - \text{当期所得税} + \text{其他调整}$$

$$\text{经营性现金流} = \text{经营活动产生的现金流净额} + \text{经营租赁折旧摊销调整} - \text{资本化的研发费用} - \text{其他权益工具股利或利息} - \text{现金利息支出} + \text{现金股利收入} + \text{其他调整}$$

$$\text{资本开支} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} - \text{资本化的研发费用} + \text{其他调整}$$

$$\text{自由经营性现金流} = \text{经营性现金流} - \text{资本开支}$$

$$\text{股利} = \text{现金股利} + \text{子公司支付给少数股东的股利、利润} - \text{支付的其他权益工具股利或利息}$$

$$\text{可支配现金流} = \text{自由经营性现金流} - \text{股利}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + (\text{应付票据} - \text{票据保证金}) + \text{一年内到期的非流动负债 (有息部分)} + \text{应付利息} + \text{其他短期有息债务}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{应付融资租赁款} + \text{租赁负债} + \text{预计负债中的对外担保及诉讼} + \text{其他长期有息债务}$$

$$\text{经调整总债务} = \text{短期债务} + \text{长期债务} + \text{经营租赁债务调整} - \text{盈余现金} + \text{资产弃置费用调整} + \text{其他权益工具} + \text{对外担保和诉讼} + \text{其他调整}$$

$$\text{资本} = \text{所有者权益合计} - \text{其他权益工具} + \text{经调整总债务} + \text{递延所得税负债} + \text{其他调整}$$

$$\text{EBITDA 利息覆盖倍数} = \text{EBITDA} / \text{利息支出}$$

$$\text{营运现金流利息覆盖倍数} = (\text{营运现金流} + \text{利息支出}) / \text{已付现金利息}$$

$$\text{资本回报率} = \text{EBIT} / \text{两年平均资本}$$

$$\text{EBITDA 利润率} = \text{EBITDA} / \text{营业收入}$$

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
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，有较高违约风险。
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。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。级别以“_spc”后缀标识，如 AA_{spc+}。“_spc”代表标普信用评级（中国）的英文缩写。我们也可能给级别加上“展望”或“观察”，以表达我们对于级别的预期。

©版权所有 2026 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。