

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0132号

中铁建资产管理有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“23铁资Y1”、“23铁资Y3”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，同时维持“23铁资Y1”、“23铁资Y3”信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月十九日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对公司使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年6月19日至2025年6月18日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年6月19日

中铁建资产管理有限公司主体及相关债项
2024年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2024/6/19	AAA/稳定	何小红	杨雯

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
23 铁资 Y1	AAA	AAA
23 铁资 Y3	AAA	AAA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况		
------	--	--

中铁建资产管理有限公司（以下简称“中铁建资管”），作为中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）实现“产融一体化”发展战略的资本运营主体，主要为中国铁建成员企业提供商业保理、资产证券化等服务，实际控制人为国务院国资委。

评级模型			
一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
业务竞争力	市场地位	14.40	11.52
	业务多样性	9.60	6.72
风险管理和盈利水平	风险管理水平	21.60	17.28
	净资产收益率	7.20	5.50
	总资产收益率	7.20	5.30
偿债能力	净资产	20.00	13.22
	全部债务资本化比率	6.00	3.50
	短期债务占比	6.00	5.57
	流动比率	4.00	2.62
	EBITDA 利息倍数	4.00	2.72

调整因素	无
个体信用状况	aa
外部支持	+2
评级模型结果	AAA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

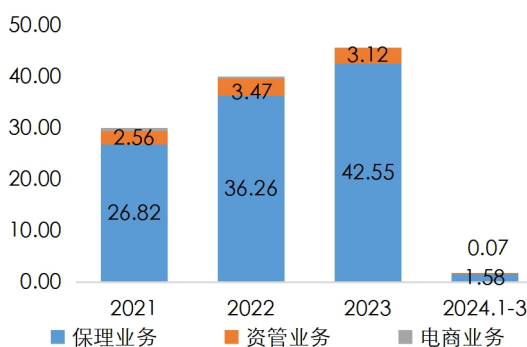
评级观点

跟踪期内，公司基于中国铁建成员企业丰富的应收应付款项资源继续开展保理业务和资产证券化业务，资产规模稳步增长，综合实力在商业保理领域保持很强水平。公司成立以来未出现过逾期项目，整体资产质量良好。同时公司资本实力较强，资产负债期限较为匹配，面临的流动性风险较低。但受国资委对中小企业供应链债务凭证期限规定的影响，公司保理业务投放规模增速放缓，叠加保理费率降低，公司营业收入和盈利增长承压。

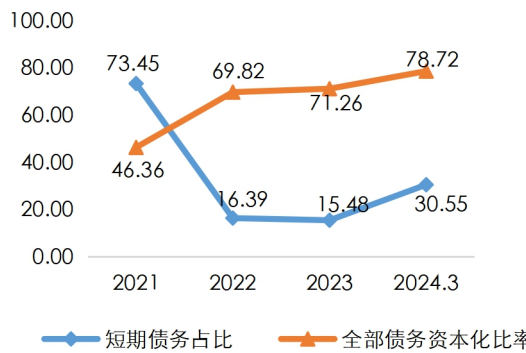
外部支持方面，作为中国铁建产融一体化资本运营主体，公司在协助成员单位盘活资产、压降有息负债等方面发挥积极作用，能获得中国铁建在业务拓展、风险管理以及资本补充等方面的持续支持。

综合分析，东方金诚维持中铁建资管主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“23 铁资 Y1”和“23 铁资 Y3”信用等级 AAA。

收入结构（单位：亿元）



偿债能力（单位：%、倍）



单位: 亿元	2021	2022	2023	2024.3	单位: %、倍	2021	2022	2023	2024.3
资产总额	211.48	330.96	365.18	396.93	保理业务不良率	0.00	0.00	0.00	0.00
未到期保理融资规模	250.23	93.12	85.24	107.95	总资产收益率	4.14	2.68	2.23	-
净资产	87.15	89.71	99.00	80.76	净资产收益率	10.06	8.21	8.22	-
营业总收入	30.00	40.10	45.68	1.65	资产负债率	58.79	72.89	72.89	79.65
投资收益	2.48	3.73	10.76	3.81	流动比率	1.40	0.95	1.60	1.12
EBITDA	11.67	10.44	15.72	4.18	EBITDA 利息保障倍数	3.93	4.09	2.08	2.01
净利润	7.58	7.26	7.75	2.07	全部债务资本化比率	46.36	69.82	71.26	78.72

优势

- 跟踪期内，中铁建资管依托中国铁建集团内丰富的应收应付资源开展保理业务和资产证券化业务，资产规模稳步增长，综合实力在商业保理领域保持很强水平；
- 公司保理业务实际债务人均均为集团内企业，成立以来未出现过逾期项目，整体资产质量良好；
- 得益于 35.00 亿元永续债的发行，2023 年以来公司归母净资产大幅增长，资本实力增强；
- 公司资产负债期限较为匹配，且中国铁建体系内部借款占公司本息债务比重达 70% 左右，面临的流动性风险较低；
- 公司为中国铁建产融一体化资本运营主体，在协助成员单位盘活资产、压降有息负债等方面发挥积极作用，依托中国铁建极强的综合实力，能获得中国铁建在业务拓展、风险管理以及资本补充等方面的持续支持。

关注

- 受国资委对中小企业供应链债务凭证期限规定的影响，公司保理业务投放规模增速放缓，叠加保理费率的下降，预计未来盈利增长有限；
- 未来公司将向业务平台化转型，并同步开展集团内供票业务，其系统平台在银行直连对接、数据统计分析及贴现融资等方面有待完善。

评级展望

预计未来，公司作为中国铁建产融一体化资本运营主体，将获得中国铁建在业务拓展、风险管理及资本补充等方面的持续支持，综合实力在商业保理领域保持很强水平。综上，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《东方金诚金融投资企业信用评级方法及模型（RTFF005202208）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA	AAA	2023/6/29	张文玲、何小红	《东方金诚金融投资企业信用评级方法及模型（RTFF005202208）》	阅读原文
AAA	AAA	2023/5/18	张文玲、何小红	《东方金诚金融投资企业信用评级方法及模型（RTFF005202208）》	阅读原文

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
23 铁资 Y1	2023/5/18	20.00	2023/5/31-	-	-
23 铁资 Y3	2023/6/29	15.00	2023/7/26-	-	-

注：“23 铁资 Y1”和“23 铁资 Y3”以每 2 个计息年度为一个周期，在每个周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付债券。

跟踪评级原因

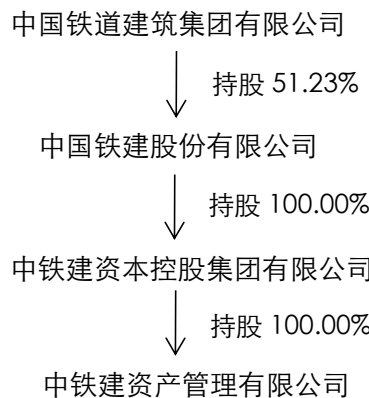
按照相关监管要求及中铁建资管相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司进行本次定期跟踪评级。

主体概况

中铁建资管是中国铁建产融一体化资本运营的主体，跟踪期内继续依托中国铁建成员企业应收应付资源开展保理业务、资产证券化业务等，并逐步向业务平台化转型

中铁建资管原为中国铁建全资控股的子公司，注册资本为 30.00 亿元。2020 年，中国铁建新设全资子公司中铁建资本控股集团有限公司（以下简称“中铁建资本”），并将持有的中铁建资管全部股权划转至中铁建资本。股权划转完成后，公司股东变更为中铁建资本。2023 年，中国铁建将中铁建资管持有的中铁建金服科技（天津）有限公司（以下简称“中铁建金服”）全部股权划转至中铁物资集团有限公司（以下简称“中铁物资”），公司实收资本相应减少 0.83 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司实收资本为 22.02 亿元，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

图表 1 截至 2024 年 3 月末中铁建资管股权结构



资料来源：中铁建资管提供，东方金诚整理

中铁建资管作为中国铁建产融一体化资本运营主体，依托中国铁建成员企业应收应付资源开展商业保理、资产证券化等业务。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并范围的主体如图表 2 所示，鲲鹏壹期（天津）投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“鲲鹏壹期”）¹2023 年已到期，不再纳入公司合并范围。

¹ 鲲鹏壹期和鲲鹏贰期，均由中铁建保理作为普通合伙人、重高铁发（重庆）商业保理有限公司（以下简称“重铁保理”）和中铁建资管作为有限合伙人共同设立鲲鹏合伙企业，鲲鹏合伙企业委托中铁信托设立单一资金信托，募集资金用于向中铁建资管发放信托贷款。其中鲲鹏壹期总规模 35.00 亿元，重铁保理作为 A 类有限合伙人认缴出资 28.00 亿元，中铁建资管作为 B 类有限合伙人认缴出资 7.00 亿元；鲲鹏贰期总规模 25.01 亿元，重铁保理作为 A 类有限合伙人认缴出资 20.01 亿元，中铁建资管作为 B 类有限合伙人认缴出资 5.00 亿元。

图表 2 截至 2024 年 3 月末中铁建资管合并主体情况² (单位: 亿元、%)

序号	公司名称	公司简称	成立时间	实收	持股	表决比例	经营范围
1	中铁建商业保理有限公司	中铁建保理	2017/6/16	15.00	60.00	60.00	商业保理
2	鲲鹏贰期(天津)投资合伙企业(有限合伙)	鲲鹏贰期	2020/4/2	25.01	19.99	66.67	企业管理

资料来源: 中铁建资管提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司 1 名副总经理辞任, 其他董事、监事、高级管理人员未发生变更。组织架构和战略规划方面, 根据《关于中铁建资产管理事业部整合优化的通知》(铁建资产创研【2023】12号), 公司将原“银信事业部”整合为“供应链金融事业部”。供应链金融事业部将以中铁建保理为主体开展保理业务、供票业务等。保理业务方面, 公司将逐步向业务平台化转型, 一方面公司将继续作为资金方为中国铁建成员企业开展反向保理业务, 降低占款对中小微企业流动性的影响; 另一方面, 公司将与银行进行合作, 由银行直接对中国铁建成员企业进行授信, 公司仅作为服务商进行信息推送, 为其提供撮合交易服务, 公司将收取 0.2%~0.3% 左右的服务费。同时, 公司将继续以本部为主体开展多元化的资产管理业务, 主要以资产证券化的方式为中国铁建成员单位盘活存量资产、优化资产负债结构, 降低融资成本、平滑现金流。

债券本息兑付及募集资金使用情况

2023 年 5 月和 7 月, 中铁建资管在上海证券交易所发行了两期可续期公司债券, 分别为“23 铁资 Y1”和“23 铁资 Y3”, 债券规模分别为 20.00 亿元和 15.00 亿元, 募集资金按约定全部用于偿还公司债务。截至报告出具日, “23 铁资 Y1”已正常支付第一期利息, “23 铁资 Y3”尚未到首次付息日。

个体信用状况

宏观经济与政策环境

一季度经济增速超预期, 稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%, 增速高于去年四季度的 5.2%, 也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标, 超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个: 一是前期降准、LPR 降息相继落地, 以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施, 提振内需效果逐步显现, 其中, 一季度基建投资(不含电力)同比增长 6.5%, 较去年全年增速加快 0.6 个百分点, 是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表, 经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响, 年初海外需求回暖, 对国内经济增长形成正向拉动。

² 鲲鹏壹期和鲲鹏贰期设投资决策委员会, 投资决策委员会由 3 名委员组成, 由普通合伙人中铁建商业保理有限公司(以下简称“中铁建保理”)委派 1 名委员, A 类有限合伙人重高铁发(重庆)商业保理有限公司委派 1 名委员, B 类有限合伙人中铁建资管委派 1 名委员, 因中铁建保理为中铁建资管子公司, 中铁建资管对鲲鹏壹期和鲲鹏贰期实际形成控制。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供强需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业分析

我国商业保理业务市场发展空间较大，但内部分化较为明显，其中具有产业背景的大型商业保理保持很强的市场竞争力

国内企业应收账款存量规模较大，且对加速资金周转、收回应收账款和兑现收益的需求日趋强烈，保理业务市场空间扩大。根据国家统计局统计，截至 2023 年末，我国工业类企业应收账款余额为 23.72 万亿元，较 2022 年末增长 7.6%³，占流动资产的比重为 27.62%。

近年来，中央、各地政府及自贸区管理委员会制定了一系列政策和法规的落地与实施，包括保理行业的业务范围、会计准则、行业监管和税收政策，依法保护了保理业务各当事人的合法权益，防范了应收账款融资风险，规范保理企业的经营行为，为保理行业的健康发展营造了良好的经营环境。2019 年，原银保监会发布了《关于加强商业保理企业监督管理的通知》（下

³ 数据来源：国家统计局网站 https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202401/t20240126_1946914.html

称“205号文”），对商业保理企业开展业务合规性、融资渠道、保理业务集中度、关联交易、不良资产分类、拨备计提和杠杆比例等指标作出规范。2023年9月，国务院印发《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》，强调引导商业保理公司、典当行等地方金融组织专注主业，更好服务普惠金融重点领域。在地方监管层面，2023年上海、山东、浙江等地相继出台保理行业监管及规范性文件，对包括商业保理在内的供应链金融行业规范发展提出了更高要求。

目前商业保理公司主要分为由大型企业、金融集团或者大型电商平台发起设立的商业保理公司和独立第三方保理公司，前者主要依托股东产业背景开展应收账款保理业务。其中有产业背景的商业保理公司依托集团的资金和信用支持，在融资额度和融资成本等方面优势较为明显，资产规模大多高于独立第三方保理公司。根据57家发债且公布财务数据的样本公司数据来看，截至2023年末，资产规模在40亿元以上的有17家，均有较强的产业背景或股东支持。同时从保理业务规模来看，依托股东产业背景的关联业务占业务总量的比重约为70%，行业分化较为明显。

在商业保理行业征信体系尚未建立、国内宏观经济下行压力加大等影响下，预计企业坏账规模将增加，商业保理公司面临的信用风险将上升。中小型商业保理公司受制于融资成本高企、客户准入把控不严、存量项目风险管理能力较弱等因素，存在较大的资产质量恶化的风险，盈利指标也将受限。有产业背景的大型商业保理公司受益于较低的融资成本和集团内的良好业务资源，资产质量和盈利能力保持行业前列。

长期来看，监管程度加深为行业持续稳定发展创造良好的政策引导和监管环境，将有利于商业保理行业的良性合规发展，其中具有产业背景的大型商业保理公司将保持较强的市场竞争力。

业务运营

2023年，受中铁建金服股权被划转至中铁物资影响，电商业务不再对公司贡献收入。同期，公司实现营业收入45.68亿元，其中保理业务收入和资管业务收入分别占比93.16%和6.84%。受保理业务逐步向业务平台化转型及资产证券化业务改为代理人模式⁴影响，2024年一季度公司营业收入大幅下降。跟踪期内，受益于永续债投资余额的增加，公司投资收益增幅较大。

图表3 中铁建资管收入构成情况（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024.1~3
营业收入	30.00	40.10	45.68	1.65
其中：保理业务	26.82	36.26	42.55	1.58
资管业务	2.56	3.47	3.12	0.07
电商业务	0.62	0.37	-	-
投资收益	2.48	3.73	10.76	3.81

数据来源：中铁建资管提供，东方金诚整理

⁴ 公司不再收集应收账款作为原始权益人，而是由各工程局作为原始权益人，授权公司作为原始权益人之代理人，将基础资产直接转让给专项计划。

保理业务

受国资委政策影响，公司反向保理业务投放规模增速放缓，未来公司将向业务平台化转型，并同步发展集团内供票业务

跟踪期内，公司继续依托中国铁建开发的线上产业链金融平台“中铁建股份供应链金融服务平台”（以下简称“铁建银信系统”）为中国铁建系统内企业在授信范围内提供支付确认承诺、转让及为供应商提供保理融资服务。受国资委对供应链债务凭证期限的规定影响⁵，公司2022年银信保理业务投放规模有所下降，2023年以来趋向稳定。2023年和2024年1~3月，公司银信保理业务融资总额分别为223.17亿元和83.99亿元。截至2024年3月末，公司累计发放保理融资17.68万笔，金额1651.58亿元，融资比例42.40%⁶。同期末，公司未到期保理业务融资规模为107.95亿元，较年初增长26.64%。受减费让利政策影响，公司保理业务费率呈下降趋势。2023年和2024年1~3月，公司保理业务投放利率区间分别为3.6%~4.4%和3.6%~3.8%。

图表4 中铁建银信业务发展概况（单位：笔、亿元）

项目	2021年		2022年		2023年		2024年1~3月	
	笔数	金额	笔数	金额	笔数	金额	笔数	金额
当年银信系统开具支付确认承诺	46361	912.15	20986	846.57	27141	874.04	9701	117.33
当年保理业务融资总额	42587	374.38	23570	221.89	26035	223.17	10839	83.99
累计银信系统开具支付确认承诺	138403	2056.93	159389	2903.50	186530	3777.53	196231	3894.86
累计保理业务融资总额	116306	1122.53	139876	1344.41	165911	1567.58	176750	1651.58
未到期保理融资规模	29699	250.23	9599	93.12	9706	85.24	12985	107.95

资料来源：中铁建资管提供，东方金诚整理

2023年，公司完成铁建银信系统业务模块系统功能改造，推进业务平台化转型，开展银行直联放款业务。公司作为服务商进行信息推送，为银行提供撮合交易服务，并收取0.2%~0.3%左右的服务费。截至2024年3月末，公司累计为银行提供撮合交易服务0.48亿元，累计收到服务费3.30万元。未来公司将持续进行系统优化建设，提升客服操作体验，完成银行与系统的直联对接，提升平台业务承接能力。同时，公司承担中国铁建系统内的供票业务管理职能。根据公司的整体业务规划，公司将加强供票平台系统建设，完成供票平台和共享票证、财务公司系统、银行系统的直连对接，完善平台用户报表模块，进一步强化数据统计分析功能，并优化贴现融资功能，开发融资大厅实现产品信息智能交互。截至2024年3月末，公司累计管理票据规模63.43亿元，铁建供票平台已完成4家银行直连对接。

资产管理业务

跟踪期内，公司资产证券化发行业务稳步发展，服务费率未发生变化

跟踪期内，公司资产管理业务稳步发展，并积极发展PPP项目收益权、长期应收款证券化、

⁵ 2021年12月，国资委发布《关于认真贯彻落实〈保障中小企业款项支付条例〉进一步做深做实清理拖欠中小企业账款工作的通知》（国资发财评〔2021〕104号），要求“2022年起，除原有合同已有书面约定外，原则上不再开具6个月以上的商业承兑汇票和供应链债务凭证”。

⁶ 融资比例=累计保理业务融资总额/累计银信系统开具支付确认承诺

类 REITs 等创新产品。截至 2024 年 3 月末，公司累计为集团企业以及同一母公司下属企业服务发行 87 单证券化产品，发行规模合计 2142.74 亿元，发行期限多为一年期或三年期，优先级发行利率主要在 2.3%~4.5% 之间。其中，优先级占比以 95% 和 99% 左右为主。公司运用自有资金投资次级规模的 20% 以提升债券发行效率、增强自身盈利水平。同期末，公司 ABS 次级投资余额为 10.30 亿元⁷。

服务费率方面，公司按照发行规模的一定比例向上述应收账款转让方（中国铁建成员企业）收取服务费，服务费收费标准为 0.3%/年~0.5%/年。

投资业务

公司投资业务主要为对中国铁建成员单位永续债的投资，2022 年以来投资规模大幅增长，但其实际利差很小，对公司利润贡献有限

公司根据中国铁建的部署安排参与对成员单位永续债的投资，2022 年以来公司永续债投资规模大幅增加。截至 2024 年 3 月末，公司永续债投资余额 262.41 亿元，占资产总额的比重为 66.11%。2023 年，公司永续债实现的股利收入为 9.40 亿元，占投资收益的比重为 87.38%。公司永续债投资的资金来源主要为股东借款，实际利差很小，对公司利润贡献有限。

综上所述，公司资产证券化业务发展较为稳定，受国资委政策影响，公司反向保理业务增速放缓，未来将向业务平台化转型，同时随着供票平台系统建设的完善，供票业务将成为公司新的业务增长点。

风险管理

信用风险

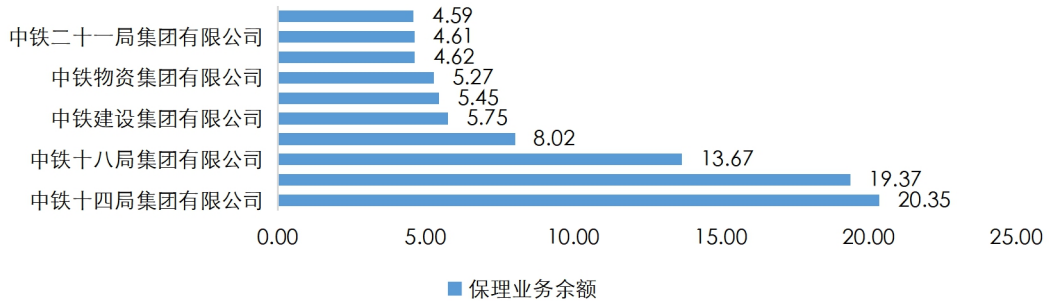
中铁建资管保理业务实际债务人全部为中国铁建成员企业，且单笔融资规模较小，未出现过逾期项目，面临的信用风险很小

公司保理业务实际债务人全部为中国铁建成员企业，客户质量良好。从客户集中度来看，2023 年公司保理业务单笔融资金额为 85.72 万元，2023 年以来保理业务投放期限均在 1 年以内，单笔融资规模较小且融资期限较短。

以核心集团为口径统计，截至 2024 年 3 月末，公司前十大保理业务余额合计 91.71 亿元，占未到期保理业务余额的比重为 84.96%。但中国铁建各局级集团公司下属子公司较多，单笔客户分布较为分散。由于保理业务买方资质良好，且公司建立了严格的保后管理及到期回款制度，截至 2024 年 3 月末，公司保理业务未出现逾期，五级分类均为正常。

⁷ 根据公司财务报表的交易性金融资产余额和其他非流动金融资产余额进行统计。

图表 5 截至 2024 年 3 月末中铁建资管前十大核心集团保理业务余额情况（单位：亿元）



资料来源：中铁建资管提供，东方金诚整理

市场风险

公司保理业务期限较短、资产负债定价基准一致，永续债以持有至到期为主，面临的市場风险较小

中铁建资管保理业务定价基准为 LPR，与主要负债来源定价基准一致。同时，公司保理业务期限较短，其对应的负债期限也以短期为主，资产负债期限较为匹配。公司持有的永续债发行人为中国铁建成员企业，以持有至到期为主。整体来看，公司面临的市場风险较小。

综上分析，公司保理业务实际债务人全部为中国铁建成员企业，面临的信用风险很小。公司资产负债期限较为匹配、定价基准一致，永续债以持有至到期为主，面临的市場风险较小。

财务状况

中铁建资管提供了 2021 年~2023 年经审计的财务报告和 2024 年 3 月末未经审计的财务报表，审计结果均为标准无保留意见。

收入与盈利能力

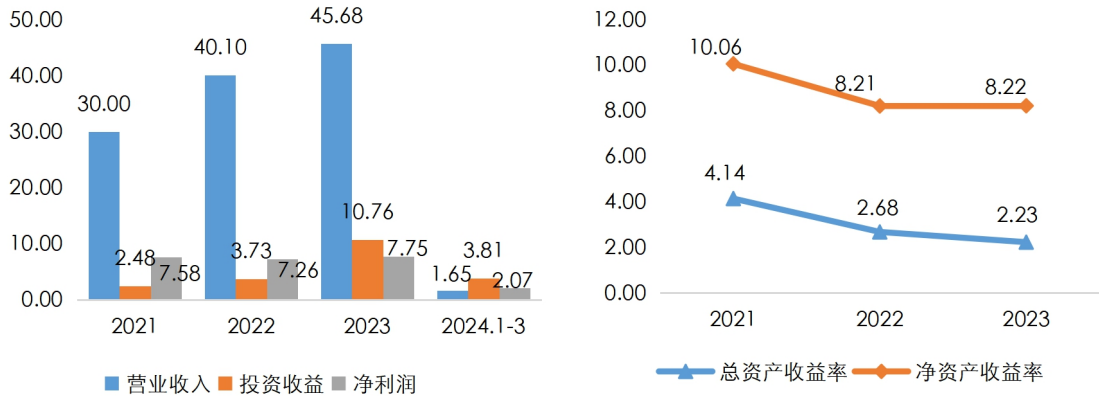
公司营业收入稳步增长，随着保理业务增速趋缓及保理费率的下降，预计未来公司盈利增长承压

2023 年，随着保理、资产管理等各项业务的发展，公司营业收入稳步增长。但 2024 年一季度，受保理业务向业务平台化转型及资产证券化业务改为代理人模式影响，公司营业收入大幅下降。公司投资收益主要由永续债股利收入、ABS 次级投资利息收入及权益法核算的长期股权投资收益贡献。跟踪期内，随着永续债投资余额的增加，公司投资收益相应增长。

营业成本方面，随着债务规模的上升，公司利息支出增加。同时，受保理费率降低影响，公司毛利率持续下降。综合因素影响下，2023 年公司实现净利润 7.75 亿元，同比增长 6.81%；净资产收益率为 8.22%，与上年基本持平。

2024 年 1~3 月，公司营业收入和净利润分别为 1.65 亿元和 2.07 亿元，随着保理业务增速趋缓及保理费率的下降，预计未来公司盈利增长承压。

图表 6 中铁建资管收入和盈利情况 (单位: 亿元、%)



数据来源: 中铁建资管提供, 东方金诚整理

资产质量

跟踪期内, 中铁建资管资产总额保持增长, 资产结构以应收保理款和永续债投资为主, 实际债务人为中国铁建成员企业, 资产质量较好

跟踪期内, 随着永续债投资余额和未到期保理融资规模的上升, 公司资产总额保持增长。截至 2024 年 3 月末, 公司总资产为 396.93 亿元, 较年初增长 8.69%。公司资产结构主要由货币资金、应收账款、其他权益工具投资等组成, 其中应收账款和一年内到期的非流动资产为公司应收保理融资款, 其他权益工具投资为永续债, 交易性金融资产和其他非流动金融资产为 ABS 次级投资, 长期股权投资包括对重高铁发(重庆)商业保理有限公司和北京久其金建科技有限公司的股权。同期末, 公司货币资金、应收保理融资款及永续债投资余额分别占总资产的比重为 0.83%、26.47%及 66.11%, 其中应收保理融资款的剩余期限均为一年以内。公司受限资产规模很小, 截至 2024 年 3 月末, 公司受限资产为 0.31 万元, 均为受限货币资金。

整体来看, 公司保理业务、永续债投资及 ABS 次级投资实际债务人均均为中国铁建成员企业, 资产质量较好。

图表 7 中铁建资管资产结构 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	3.38	1.45	0.78	3.30
交易性金融资产	1.41	3.44	2.31	2.31
应收账款	133.26	49.80	61.96	98.49
一年内到期的非流动资产	-	-	12.72	6.59
其他流动资产	2.20	5.03	3.69	2.51
流动资产合计	140.25	59.72	81.44	113.20
长期应收款	5.96	15.37	-	-
其他权益工具投资	53.41	241.41	262.41	262.41
长期股权投资	3.37	4.52	5.05	5.05

其他非流动金融资产	3.74	4.68	7.99	7.99
其他非流动资产	4.75	5.27	8.29	8.28
非流动资产合计	71.23	271.24	283.74	283.73
资产总计	211.48	330.96	365.18	396.93

数据来源：中铁建资管提供，东方金诚整理

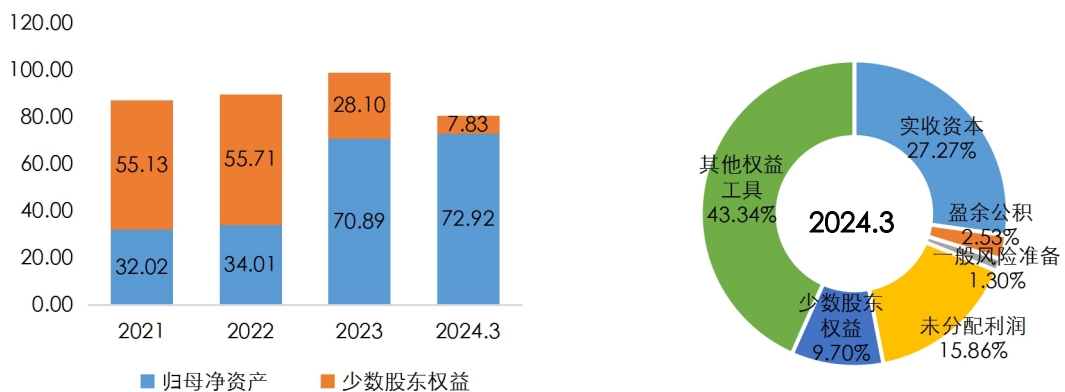
注：上表中的“其他流动资产”和“其他非流动资产”为配平项。

资本构成

受益于永续债的发行，公司归母净资产规模大幅上升

公司所有者权益主要由实收资本、其他权益工具、未分配利润以及少数股东权益构成，2024年3月末分别占比27.27%、43.34%、15.86%及9.70%。2023年，受中铁建金服股权被划转至中铁物资影响，公司实收资本小幅下降。2023年以来，受鲲鹏壹期到期退出及公司将鲲鹏贰期产生的少数股东权益重分类为一年内到期的非流动负债列示影响，公司少数股东权益大幅下降。2023年，公司共发行了35.00亿元的永续债以缓解其净资产规模下降的压力。综合影响下，截至2024年3月末，公司净资产余额80.76亿元，其中归母净资产余额72.92亿元，占净资产的比重提升至90.30%。

图表8 中铁建资管净资产规模及构成（单位：亿元）



数据来源：中铁建资管提供，东方金诚整理

偿债能力

中铁建资管资产负债期限较为匹配，融资渠道通畅，面临的流动性风险较低

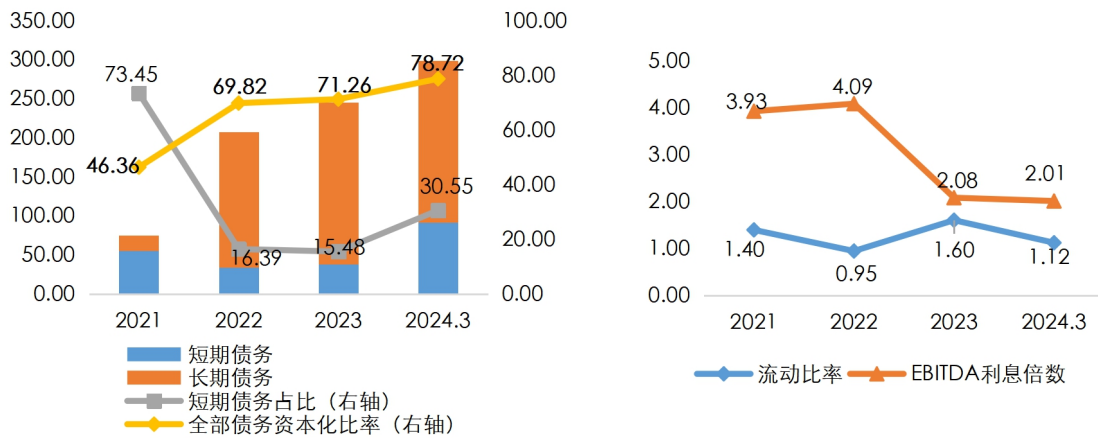
2023年以来，随着永续债投资余额的增加及鲲鹏贰期产生的少数股东权益重分类为一年内到期的非流动负债，公司负债规模上升较快。截至2024年3月末，公司负债总额316.17亿元，较年初增长18.78%。同期末，公司有息债务余额298.76亿元⁸，其中短期债务占比30.55%。截至2024年3月末，公司流动比率为1.12倍，资产负债期限较为匹配。同时，由于应收保理款期限较短、资产质量较好，公司可通过发行ABS方式提高资产变现能力。从长期偿债能力来看，2023年以来公司EBITDA利息保障倍数维持在2倍以上，对利息偿付的保障水平较好。

⁸ 未包含35.00亿元的永续债。

公司融资渠道较为通畅，截至 2024 年 3 月末，公司获得银行授信额度 311.00 元，未使用授信额度 242.80 亿元。同时，公司根据中国铁建的部署安排参与对成员单位永续债的投资，资金来源主要为中国铁建体系内借款。同期末，公司股东借款余额 207.50 亿元，占有息债务余额的比重为 69.45%。

受益于公司较强的融资议价能力及市场利率水平的下降，公司外部融资成本较低，银行流动资金借款利率在 2.7% 左右。

图表 9 中铁建资管债务结构和偿债指标（单位：亿元、%、倍）



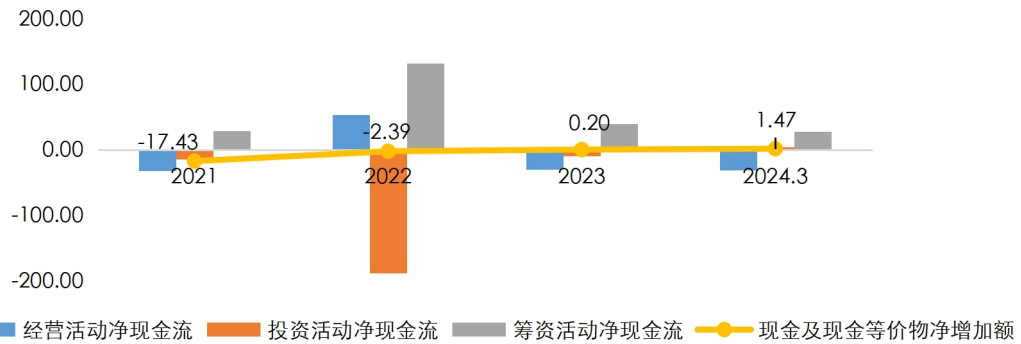
数据来源：中铁建资管提供，东方金诚整理

现金流

受保理业务开展及永续债投资影响，公司现金流波动较大，未来随着保理业务平台化的转型，预计公司对筹资性现金流的依赖将减小

2023 年以来，随着保理业务投放规模趋向平稳，公司经营性净现金流由正转负。同期，受鲲鹏壹期到期退出及永续债新增投资规模同比减少影响，公司投资性现金流缺口有所收窄。根据集团资金安排以及公司经营和偿债需要，公司融资力度较大，致使筹资性净现金流流入规模较大。未来，随着公司保理业务平台化的转型，预计公司筹资活动现金净流入规模将缩小。

图表 10 中铁建资管现金流情况（单位：亿元）



数据来源：中铁建资管提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据中铁建资管提供的由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2024 年 4 月 22 日，公司在过往债务履约中未出现逾期支付利息情况，报告期内未出现其他不良信用记录。

外部支持

作为中国铁建产融一体化资本运营主体，公司在协助成员单位盘活资产、压降有息负债等方面发挥积极作用，能够获得中国铁建在业务拓展、风险管理及资本补充等方面的大力支持

中国铁建于 2007 年 11 月由中铁建集团（原名中国铁道建筑总公司）发起设立，2008 年 3 月分别在上海证券交易所 A 股（股票代码：601186.SH）和香港交易所 H 股上市（股票代码：1186.HK）。中国铁建是国内特大型建筑企业之一，经过多年发展，形成了以工程承包为主业，集勘察设计咨询、工程监理、技术咨询、工业制造、房地产开发及物流与物资贸易等业务于一体的多元化业务格局。截至 2024 年 3 月末，中国铁建资产总额 17091.08 亿元，净资产为 4174.62 亿元；2023 年，中国铁建实现营业总收入和净利润分别为 11379.93 亿元和 323.29 亿元，综合实力极强。

公司作为中国铁建实现“产融一体化”发展战略的资本运营主体，公司在协助成员单位盘活资产、压降有息负债等方面发挥积极作用。未来，依托在集团体系里的重要地位，公司将继续获得中国铁建在业务拓展、流动性和风险管理以及资本补充等方面的大力支持。业务拓展方面，公司借助中国铁建的平台及产业资源优势，积极与银行、保理公司等金融机构合作，协同推动业务发展。流动性和风险管理方面，中铁建资本成立后，中国铁建通过中铁建资本派驻董事、高级管理人员等方式，对公司日常运营进行管理，并通过召开董事会对重大事项进行审议。同时，依托中国铁建的协助和指导，公司已制定了相关的业务管理及风险控制制度，并针对保理业务建立了严格的授信机制和应收账款回款机制，能够有效防范信用风险。此外，公司根据中国铁建的部署安排参与对成员单位永续债的投资，资金来源主要为中国铁建体系内借款。截

至 2024 年 3 月末，公司股东借款余额 207.50 亿元，占有息债务余额的比重为 69.45%。资本补充方面，随着业务发展及中铁建资本的设立，中国铁建认缴出资部分将继续通过中铁建资本出资到位，以进一步提升中铁建资管行业竞争力。

债券偿付保障能力分析

中铁建资管综合实力很强，融资渠道通畅，同时考虑中国铁建的外部支持，公司对债券偿付的保障能力极强

跟踪期内，中铁建资管已发行且在存续期内的公司债本金余额为 35.00 亿元。2023 年公司 EBITDA 对债券利息的保障倍数为 13.20 倍，保障倍数很高。同期末，公司归母净资产（剔除计入其他权益工具的可续期公司债）对债券本金的保障倍数为 1.03 倍，覆盖程度一般，但综合公司业务经营、融资能力及股东资金支持等方面来看，公司对已发行公司债的偿付能力极强。

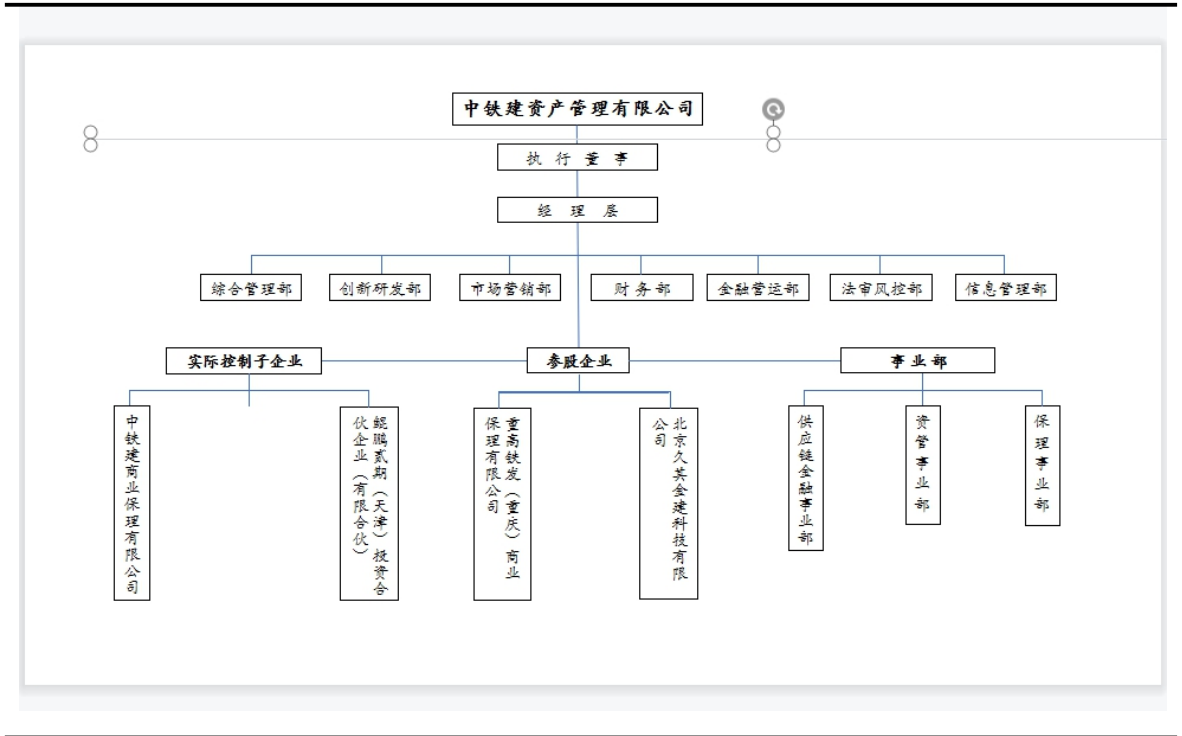
综合评价

跟踪期内，中铁建资管依托中国铁建集团内丰富的应收应付资源开展保理业务和资产证券化业务，资产规模稳步增长，综合实力在商业保理领域保持很强水平；公司保理业务实际债务人均均为集团内企业，成立以来未出现过逾期项目，整体资产质量良好；得益于 35.00 亿元永续债的发行，2023 年以来公司归母净资产大幅增长，资本实力增强；公司资产负债期限较为匹配，且中国铁建体系内部借款占公司所有息债务比重达 70%左右，面临的流动性风险较低；公司为中国铁建产融一体化资本运营主体，在协助成员单位盘活资产、压降有息负债等方面发挥积极作用，依托中国铁建极强的综合实力，能获得中国铁建在业务拓展、风险管理以及资本补充等方面的持续支持。

东方金诚也关注到，受国资委对中小企业供应链债务凭证期限规定的影响，公司保理业务投放规模增速放缓，叠加保理费率的下降，预计未来盈利增长有限；未来公司将向业务平台化转型，并同步开展集团内供票业务，其系统平台在银行直连对接、数据统计分析及贴现融资等方面有待完善。

综上所述，东方金诚维持中铁建资产管理有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“23 铁资 Y1”和“23 铁资 Y3”信用等级为 AAA。

附件一：截至2024年3月末中铁建资管组织结构图



附件二：中铁建资管主要财务数据及指标（单位：亿元、%、倍）

类别	2021年	2022年	2023年	2024年3月末
资产规模与资产质量				
资产总额	211.48	330.96	365.18	396.93
未到期保理融资规模	250.23	93.12	85.24	107.95
保理业务不良率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营效率和盈利能力				
营业总收入	30.00	40.10	45.68	1.65
其中：保理业务收入	26.82	36.26	42.55	1.58
营业总成本	24.33	36.81	48.50	3.33
其中：营业成本	20.56	33.53	40.23	1.12
信用减值损失	0.26	-0.08	0.01	0.03
净利润	7.58	7.26	7.75	2.07
总资产收益率	4.14	2.68	2.23	-
净资产收益率	10.06	8.21	8.22	-
流动性与偿债能力				
全部债务	75.33	207.50	245.50	298.76
全部债务资本化比率	46.36	69.82	71.26	78.72
短期债务占比	73.45	16.39	15.48	30.55
资产负债率	58.79	72.89	72.89	79.65
流动比率	1.40	0.95	1.60	1.12
EBITDA	11.67	10.44	15.72	4.18
EBITDA 利息保障倍数	3.93	4.09	2.08	2.01
资本充足性				
净资产	87.15	89.71	99.00	80.76
归母净资产	32.02	34.01	70.89	72.92

附件三：主要指标计算公式

指标	计算公式
资产规模与资产质量	
保理业务不良率	不良保理业务融资额/保理业务融资余额×100%
经营效率与盈利能力	
总资产收益率	净利润/（上期末总资产+本期末总资产）×200%
净资产收益率	净利润/（上期末净资产+本期末净资产）×200%
流动性与偿债能力	
全部债务资本化比率	全部债务/（全部债务+所有者权益）×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
流动比率	流动资产/流动负债
现金类资产占比	（货币资金+结算备付金）/总资产×100%
EBITDA	利润总额+财务费用利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息保障倍数	（利润总额+财务费用利息支出+折旧+摊销）/（利息费用+资本化利息支出）

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

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