



河南省铁路建设投资集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 3435 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、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，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际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。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 7 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果 河南省铁路建设投资集团有限公司 AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “14 豫铁投 MTN001” AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为河南省经济实力保持增长，潜在的支持能力很强。河南省铁路建设投资集团有限公司（以下简称“河南铁建投”或“公司”或“发行人”）是河南省最重要的铁路投资领域实施主体，在河南省铁路投资领域占有重要地位，与河南省人民政府（以下简称“河南省政府”）保持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，河南铁建投各板块业务稳定发展，资产规模将保持增长，融资渠道较为多元；同时，需关注铁路投资回收期较长，暂未实现投资收益；多元化业务发展情况及河南城际并表后对公司经营及管理等方面产生的影响对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，河南省铁路建设投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- 河南省经济实力保持增长，常住人口城镇化率较低，未来发展潜力较大。凭借良好的交通优势和区位优势，2022 年以来河南省经济实力保持增长；同时，河南省常住人口城镇化率低于全国平均水平，未来发展潜力较大，推进新型城镇化建设仍是未来发展的重点，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司在建及拟建项目较多，业务稳定性及可持续性很强。公司在建及拟建的铁路建设项目储备较多，投资规模较大，公司业务稳定性及可持续性很强。
- 持续获得政府的大力支持。作为河南省最重要的铁路投资领域实施主体，2022 年，公司收到铁路项目建设资本金等资金支持，进一步充实了公司的资本实力。
- 公司财务杠杆水平仍处于低位，债务结构仍良好。2022 年以来公司财务杠杆水平有所提升，但仍处于低位；近年来，公司长期债务占总债务的比重始终较高，债务结构能够较好的匹配公司铁路项目投资回收期较长的业务特征。

关注

- 铁路投资回收期较长，暂未实现投资收益。公司已完工及在建铁路项目以参股为主，运营初期难以通过参股公司分红获得投资收益，2022 年，公司仍处于亏损状态。
- 多元化业务发展情况值得关注。跟踪期内，与铁路建设配套的土地一、二级开发和铁路沿线综合开发等业务易受国家宏观调控及房地产政策影响；路衍产业投资和贸易业务目前处于发展阶段，物流业务发展尚处于起步阶段，公司多元化业务发展情况值得关注。
- 需关注河南城际并表后对公司经营及管理等方面产生的影响。2023 年，河南城际铁路有限公司（以下简称“河南城际”）将纳入公司合并范围口径内，需关注重组事项后续进展情况以及对公司经营及管理等方面可能带来的影响。

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：唐天豪 thtang@ccxi.com.cn

吴昱影 yywu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

河南铁建投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	731.10	759.98	1,076.28	1,103.90
经调整的所有者权益合计（亿元）	504.70	514.82	609.82	627.18
负债合计（亿元）	226.40	245.16	466.46	476.72
总债务（亿元）	214.82	227.74	402.32	396.37
营业总收入（亿元）	5.55	25.78	161.40	51.11
经营性业务利润（亿元）	-7.13	-10.08	-9.83	-2.44
净利润（亿元）	-5.49	-11.36	-10.28	-2.43
EBITDA（亿元）	1.58	0.68	4.85	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-12.58	-0.98	-31.23	17.67
总资本化比率（%）	29.86	30.67	39.75	38.73
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.17	0.05	0.34	--

注：1、中诚信国际根据河南铁建投提供的其经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年度审计报告、经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时，将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“—”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

河南省铁路建设投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	14 豫铁投 MTN001（AAA）	2022/06/28	周飞、吴昱影	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	14 豫铁投 MTN001（AAA）	2020/05/21	周飞、陈涛	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	14 豫铁投 MTN001（AA+）	2014/10/30	王娟、马康达	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）CCXI_140200_2014_01	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	河南铁建投	江西铁投	河北交投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	河南省	江西省	河北省
GDP（亿元）	61,345.05	32,074.70	42,370.40
一般公共预算收入（亿元）	4,261.64	2,948.30	4,083.98
经调整的所有者权益合计（亿元）	609.82	429.33	445.74
总资本化比率（%）	39.75	51.05	42.98
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.34	1.85	1.84

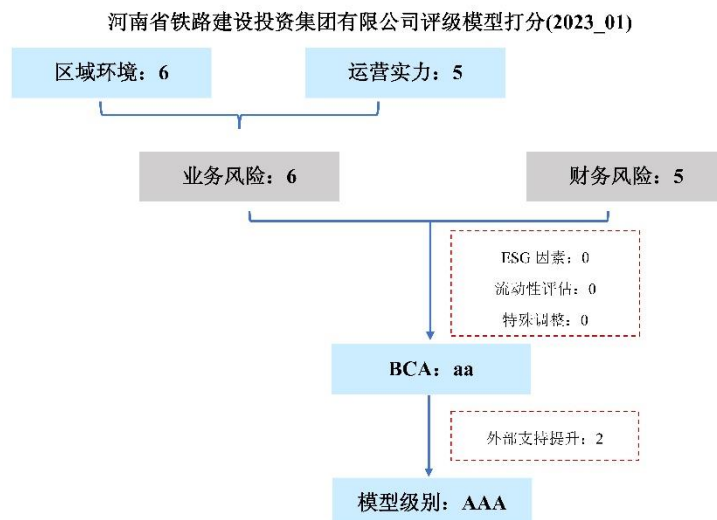
注：“江西铁投”系“江西省铁路航空投资集团有限公司”简称；河北交投系“河北建投交通投资有限责任公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
14 豫铁投 MTN001	AAA	AAA	2022/06/28	15.00	15.00	2014/11/18~2029/11/18	附第 7 年末公司调整利率选择权和投资人回售权

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,跟踪期内,作为河南省最重要的铁路投资领域实施主体,河南铁建投仍履行河南省铁路出资人代表职责和合资铁路投资主体责任,业务专营性和业务竞争力很强;贸易、物流、房地产等业务亦持续发展,业务结构较为多元化;但公司尚未通过分红获得铁路项目投资收益,且收入的核心来源贸易业务毛利相对较低,资产收益性较弱,流动性不足。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,跟踪期内,河南铁建投所有者权益持续增长,具备很强的资本实力,同时财务杠杆处于较低水平。但是,河南铁建投债务规模增长较快,EBITDA 对利息的保障能力仍有待提升。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对河南铁建投个体基础信用等级无影响,河南铁建投具有 aa 的个体基础信用评估等级,反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,河南省政府支持能力很强,对公司的支持意愿强,主要体现在河南省经济实力稳步增长,为公司发展提供了良好的外部支持;河南铁建投系河南省最重要的铁路投资领域实施主体,跟踪期内持续获得政府在资本金注入等方面的大力支持,具备较高的重要性及与很高政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

铁路行业方面，铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于国家工业化和城镇化进程等诸多方面具有不可替代的重要作用。经过持续稳定的铁路建设投入，中国铁路已基本形成“八纵八横”框架，铁路总里程位于全球第二位，但路网密度方面较发达国家仍有明显的差距。根据《中长期铁路网规划》，中诚信国际按照“十三五”（2016-2020 年）期间铁路固定资产投资总额与新投产铁路里程数，中诚信国际估算得出 2021~2025 年仍需投入 4.73 万亿元，年均固定资产投资 9,454 亿元，中国铁路未来建设潜力巨大。

从铁路建设资金来源来看，主要资金来源包括中央预算内投资、铁路建设基金、铁路建设债券以及专项建设基金，此外还有银行融资、地方政府出资等。《中长期铁路网规划》中提出了铁路投融

资改革的要求，放宽市场准入，培育多元投资主体，鼓励支持地方政府和广泛吸引包括民间、外资在内的社会资本参与投资铁路建设，形成国家投资、地方筹资、社会融资相结合的多渠道、多层次、多元化铁路投融资模式。

铁路投资主体多以参控股形式参与铁路项目，基于铁路投资特性，铁路投资类企业多为省属平台且信用级别高；其中第 I 类企业近年来资产规模增速较快；同时，不同类别主体资产构成差别较大，但普遍以非流动资产为主，资产流动性较弱；经营效率方面，第 I 类企业收入规模最大，但受路产折旧成本较高，呈持续亏损状态，第 II 类和第 III 类企业经营则较为平稳；偿债能力方面，第 I 类和第 II 类企业融资更畅通，债务规模更大，但得益于资本实力更加夯实，杠杆水平及债务结构更为合理。

基于铁路建设对地方政府的重要作用、极大的正外部效应和未来广阔的投资敞口，各省对于第 I 类和第 II 类企业支持力度极大，需重点关注铁路投资企业在所属省份定位的唯一性；经营方面重点关注其开展市场化业务是否会暴露在其他信用风险之下；从偿债能力方面，考虑到未来较大的投资压力，需关注债务规模的快速扩张带来的流动性压力。

详见《基础设施投融资行业—铁路投资类企业特别评论》，报告链接
<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/5104?type=1>

区域环境

河南省位于我国东、中、西部三大地带的交界，也处于长三角、环渤海地区向内陆推进的要塞，交通优势突出，是全国重要的交通通信枢纽和物资集散地，战略地位非常突出。2016 年 12 月，国务院正式批复《中原城市群发展规划》，《规划》提出将中原城市群¹建设成为：中国经济发展新增长极、重要的先进制造业和现代服务业基地、中西部地区创新创业先行区、内陆地区双向开放新高地和绿色生态发展示范区。2017 年 1 月，国家发改委发布《国家发展改革委关于支持郑州建设国家中心城市的复函》和《国家发展改革委关于支持郑州建设国家中心城市的指导意见》，明确要求郑州作为郑州大都市区及中原城市群核心城市，要增强国际物流通道、增强航空枢纽作用、提升全国铁路枢纽功能，建设国际物流中心、国际联合研究中心和科技合作基地，建成国际化现代都市。2018 年 11 月，中共中央、国务院发布的《中共中央国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》明确指出，以郑州为中心，引领中原城市群发展。河南省全省总面积 16.7 万平方公里，辖 17 个省辖市、济源 1 个省直管市、20 个县级市、82 个县及 54 个市辖区。截至 2022 年末，河南省常住人口为 9,872 万人，常住人口城镇化率 57.07%，低于全国平均水平 8.15 个百分点，推进新型城镇化建设仍是未来发展的重点。

凭借良好的交通优势和区位优势，近年来河南省经济实力保持增长，2022 年，河南省实现地区生产总值（GDP）61,345.05 亿元，同比增长 3.1%；同期，河南省人均 GDP 为 6.21 万元，在全国 31 个省级行政区中排名相对靠后。从产业结构来看，2022 年，河南省第一产业增加值为 5,817.78 亿元，增长 4.8%；第二产业增加值为 25,465.04 亿元，增长 4.1%；第三产业增加值为 30,062.23 亿

¹ 据国务院 2016 年 12 月 28 日批复的《中原城市群发展规划》，中原城市群包括河南省的郑州、开封、洛阳、南阳、安阳、商丘、新乡、平顶山、许昌、焦作、周口、信阳、驻马店、鹤壁、濮阳、漯河、三门峡、济源，山西省的长治、晋城、运城，河北省的邢台、邯郸，山东省的聊城、菏泽，安徽省的淮北、蚌埠、宿州、阜阳、亳州等 5 省 30 座地级市，国土面积 28.7 万平方公里。

元，增长 2.0%；三次产业结构调整为 9.5:41.5:49.0。此外，2022 年河南省固定资产投资（不含农户）较上年增长 6.7%，其中基础设施投资增长 6.1%，民间投资增长 2.6%，工业投资增长 25.4%。

表 1：2022 年全国 31 个省级行政区经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（元）	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,210,207.00	--	85,798.00	--	2,037,703	--
广东省	129,118.58	1	101,905.00	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	144,390.00	3	9,258.88	2
山东省	87,435.10	3	86,034.54	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	118,496.00	6	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	62,106.00	22	4,261.64	8
四川省	56,749.81	6	67,777.00	18	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	92,059.00	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	126,829.00	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	73,598.00	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	73,603.00	14	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	178,000.00	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	56,995.00	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	190,000.00	1	5,714.36	6
陕西省	32,772.68	14	82,864.00	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	70,923.00	16	2,948.30	26
重庆市	29,129.03	16	90,663.00	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	68,775.00	19	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	61,716.00	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	52,164.00	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	73,675.00	13	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	96,474.00	8	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	52,294.04	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	68,552.00	20	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	119,235.00	5	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	51,310.10	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	55,672.77	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	44,968.00	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	66,602.00	21	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	70,000.00	17	460.14	29
青海省	3,610.07	30	60,724.00	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	58,458.92	25	179.60	31

注：部分省份的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长为河南省财政实力形成了有力支撑，2020~2021 年河南省一般公共预算收入规模稳步提升；受留抵退税政策影响，2022 年河南省一般公共预算收入较上年下降 2.1%至 4,261.64 亿元；近年来，河南省税收收入占比有所下降，税收质量有待关注。同时，河南省财政平衡率呈小幅波动态势，财政自给能力整体一般。政府性基金收入为河南省地方政府财力提供一定的补充，但受土地市场行情影响，政府性基金收入规模逐年下降。再融资环境方面，河南省宽口径债务率处于全国中等水平，区域内城投企业融资主要依赖于银行和直融等渠道，非标占比较少，同时债券发行利差亦处于全国中等水平，近年来净融资额均为正。但 2020 年 11 月永煤违约事件对河南省融资环境产生负面冲击，后随着河南省政府多举措加强债务风险管控，目前区域融资环境已逐步修复。

表 2：近年来河南省地方经济财政实力

	2020	2021	2022
GDP（亿元）	54,997.07	58,887.41	61,345.05
GDP 增速（%）	1.30	6.30	3.10
人均 GDP（万元）	5.53	5.94	6.21
固定资产投资增速（%）	4.30	4.50	6.70
一般公共预算收入（亿元）	4,168.84	4,353.92	4,261.64
政府性基金收入（亿元）	3,737.94	3,368.07	2,213.20
税收收入占比（%）	66.32	65.29	60.78
公共财政平衡率（%）	40.19	44.50	40.04
政府债务余额（亿元）	9,814.99	12,395.26	15,103.80

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；2、2020 年人均 GDP 系根据河南省第七次全国人口普查中常住人口测算而来。

资料来源：河南省人民政府及河南省财政厅，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，作为河南省最重要的铁路投资领域实施主体，公司仍履行河南省铁路出资人代表职责和合资铁路投资主体责任，业务专营性和业务竞争力很强；贸易、物流、房地产等业务亦持续发展，业务结构较为多元化。但公司尚未通过分红获得铁路项目投资收益；参股建业地产对公司投资损益的影响需持续关注；同时，预计 2023 年河南城际²将纳入公司合并范围口径内，对公司业务带来的影响有待观察；此外，公司收入的核心来源贸易业务毛利率相对较低，需关注贸易业务整合的后续进展及大宗商品价格波动对公司贸易业务可能产生的不利影响。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铁路及关联产业投资运营	0.03	0.60	-36.31	21.80	84.56	-1.63	19.45	12.05	10.91	1.77	3.47	16.95
土地及房地产综合开发	5.28	95.05	18.35	3.19	12.36	23.30	5.48	3.40	23.35	0.19	0.38	29.96
铁路相关的物流贸易	0.24	4.35	-60.40	0.77	2.98	-8.46	136.10	84.33	0.94	48.91	95.69	1.50
其他业务	0.00	0.00	--	0.02	0.09	19.08	0.37	0.23	22.44	0.24	0.47	58.74
合计/综合	5.55	100.00	14.60	25.78	100.00	1.23	161.40	100.00	2.95	51.11	100.00	2.42
投资收益		0.82			0.10			0.61			0.16	

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铁路及关联产业投资运营

公司投资建设的线路多为干线高铁，跟踪期内，公司继续获得河南省政府的政策和资金支持；截至目前，在建及拟建铁路项目未来仍有较大规模投资，业务稳定性及可持续性很强；公司路衍产业投资业务处于发展阶段，河南省铁路产业投资基金资金到位情况、未来投资及其收益情况需保持关注。

公司铁路及关联产业投资运营业务主要包括铁路投资、建设、运营，铁路产业投资基金、融资租

² 河南城际系河南省重要的城际铁路投融资建设及运营主体，主要负责铁路项目资金筹措、建设实施、生产经营、债务偿还和资产管理等工作。

赁及其他类相关产业金融业务，铁路及关联产业科技创新与产业化应用。铁路运营方面，跟踪期内，作为河南省最重要的铁路投资领域实施主体，公司仍主要负责河南省内的铁路项目投资建设，且主干线均为国家规划的重点线路，线路重要性强。目前，公司涉及的铁路项目主要包括客运专线项目、干线铁路项目和城际铁路项目，具体出资情况有所不同。客运专线项目方面，河南省以征地拆迁金额为限出资，约占境内资本金的 10.00%，全部委托公司负责出资。干线铁路项目方面，晋豫鲁铁路通道项目河南省以境内资本金的 30.00% 出资；除郑州到西安客运专线（河南段）、石家庄到武汉客运专线（河南段）及郑州至徐州客运专线（河南段）外，其他干线铁路中河南省内资本金比例因路线不同而有所差异，原则上沿线地市以征地拆迁额为限通过公司委托出资，公司弥补剩余出资缺口。城际铁路项目方面，已建成的郑州至开封、郑州至焦作、郑州至机场等 3 条城际铁路，河南省和中国国家铁路集团有限公司（原铁道部）（以下简称“国铁集团”）各出 50.00% 资本金，河南省出资部分由公司和相关地市按 3:7 的比例出资，各市统一通过公司进行委托出资；已建成的郑州机场至郑州南站城际铁路资本金部分全部由河南省出资，公司和相关地市按 3:7 的比例出资；新建城际铁路项目由省、市按 3:7 的比例筹资建设，国铁集团原则上不再参与。对于与国铁集团合作的项目，在铁路建成投产后公司将按照股权比例获取项目收益，体现为投资收益。

截至 2023 年 3 月末，公司已建成铁路线路达 16 条，总里程达 3,396.34 公里；其中 2022 年，公司新建成郑州至济南快速铁路（郑濮段），新增里程 197.00 公里。在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建铁路项目主要系平顶山经漯河至周口高铁等 5 条线路；同期末，拟建项目主要为新建南阳经信阳至合肥高速铁路（河南段）等 11 条线路，业务稳定性及可持续性很强。

针对河南省需出资部分，河南省政府已明确公司“米”字形铁路（主要包括郑万快速铁路、郑合快速铁路、郑济铁路、郑太铁路和商合杭客运专线）出资纳入年度财政预算，以资本金形式注入公司。2022 年，公司收到铁路建设资金 27.95 亿元，包括省及地市铁路项目出资。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司在建项目情况（公里、亿元）

项目名称	里程	总投资	建设期	资本金比例	资本金		已到位资本金
					省方出资占比	河南省	
完工							
郑州到西安客运专线（河南段）	319.00	223.50	2005~2010	50.00%	9.75%	20.51	20.51
石家庄到武汉客运专线（河南段）	546.00	770.64	2008~2012	50.00%	9.39%	45.44	45.44
郑州至开封城际铁路	50.00	55.05	2009~2014	50.00%	50.00%	13.77	13.77
晋豫鲁铁路通道（河南段）	255.00	163.00	2009~2014	50.00%	30.31%	24.20	24.20
郑州到焦作城际铁路	77.00	92.16	2009~2015	50.00%	50.00%	23.04	23.04
郑州至机场城际铁路	43.00	57.71	2009~2015	57.11%	62.47%	20.59	20.59
漯阜铁路复线电气化改造（河南段）	136.00	43.90	2008~2015	57.42%	25.78%	7.54	7.54
郑州至徐州客运专线（河南段）	253.00	355.60	2012~2016	50.00%	18.34%	37.80	37.80
宁西铁路复线电气化工程河南段	527.00	170.20	2009~2015	50.00%	17.04%	19.15	19.15
郑万快速铁路（河南段）	351.00	443.60	2015~2019	50.00%	30.00%	69.80	69.80
郑合快速铁路（河南段）	211.00	331.00	2015~2019	50.00%	40.00%	65.00	65.00
郑州机场至郑州南站城际铁路	11.14	55.00	2015~2020	50.00%	100.00%	27.05	27.05
商合杭快速铁路（河南段）	48.00	91.70	2015~2021	50.00%	40.00%	21.52	21.52
郑州至太原快速铁路（河南段）	34.20	44.80	2016~2021	50.00%	60.00%	16.05	16.05
蒙西至华中铁路通道（河南段）	338.00	386.56	2014~2021	40.00%	17.44%	27.35	27.35
郑州至济南快速铁路（郑濮段）	197.00	380.02	2016~2021	50.00%	70.00%	133.00	127.95
小计	3,396.34	3,664.44	--	--	--	571.81	566.76

在建							
平顶山经漯河至周口高铁	200.00	393.00	2022~2025	50.00%	100.00%	191.50	59.25
郑州至济南快速铁路（濮阳至省界段）	39.79	53.80	2021~2024	50.00%	70.00%	18.86	8.02
郑开城际铁路延长线	7.17	22.00	2016~2025	50.00%	100.00%	11.00	1.65
兰考至菏泽快速铁路	41.27	52.25	2021~2024	50.00%	80.00%	20.90	12.29
京雄商高铁（雄安新区至商丘段）	26.00	62.00	2022~2026	50.00%	62.50%	19.40	13.70
小计	314.23	583.05	--	--	--	261.66	94.91
拟建							
新建南阳经信阳至合肥高速铁路（河南段）	380.79	670.00	2023~2026	50.00%	100.00%	335.00	0.00
新建郑州南站及陇海外绕线工程	57.00	250.00	2023~2026	50.00%	70.00%	155.81	0.00
呼南高铁焦作至平顶山段	213.00	392.00	2023~2026	50.00%	70.00%	137.20	0.00
阜黄高铁信阳段项目	135.00	216.00	2023~2026	50.00%	50.00%	75.60	0.00
运城至三门峡铁路	4.00	20.00	2025~2028	50.00%	70.00%	7.00	0.00
南阳（泌阳）经驻马店至阜阳铁路	170.00	306.00	2025~2028	50.00%	66.50%	101.70	0.00
郑州北编组站综合提升工程	198.00	422.00	2025~2028	50.00%	100.00%	211.00	0.00
郑开城际公交化改造	50.00	32.00	2023~2025	50.00%	100.00%	16.00	0.00
新乡至焦作铁路	61.00	104.00	2024~2027	50.00%	100.00%	52.00	0.00
开封至兰考城际铁路	44.00	68.00	2024~2027	50.00%	100.00%	34.00	0.00
郑州南站至登封至洛阳城际铁路	173.50	248.75	2025~2029	50.00%	100.00%	124.37	0.20
小计	1,486.29	2,728.75	--	--	--	1,249.68	0.20
合计	5,196.86	6,976.24	--	--	--	2,083.15	661.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主要通过设立铁路产业基金，围绕高速铁路、城际及市域铁路、铁路沿线综合开发等基础设施领域，以及高铁装备制造、现代物流等铁路上下游产业进行投资，推动路衍产业投资业务发展。

2021 年 9 月，根据《河南省人民政府办公厅关于深化铁路投融资体制改革的若干意见》（豫政办[2021]22 号）和《河南省人民政府办公厅关于印发河南省铁路产业投资基金实施方案的通知》（豫政办[2021]51 号），设立河南省铁路产业投资基金，总规模为 300.00 亿元，并通过设立子基金、与金融机构投资联动合作等方式，争取形成不低于 600.00 亿元的总投资规模，首期募集规模为 100.00 亿元。

资金来源方面，河南省财政出资 60.00 亿元，占基金总规模的 20.00%，相关资金以补充资本金形式注入公司，首期出资的 20.00 亿元通过统筹省级铁路发展等相关专项资金及新增预算安排，后期资金根据基金募集和运作情况另行安排；公司作为主发起人出资 60.00 亿元，占基金总规模的 20.00%，其中首期出资 20.00 亿元；相关金融机构、合作企业出资 180.00 亿元，占基金总规模的 60.00%，其中首期出资 60.00 亿元。

投资领域方面，该基金重点投向城际铁路、市域（郊）铁路、支线铁路和铁路专用线等具有一定收益的铁路项目，以及铁路站场及毗邻地区土地综合开发、铁道物流和高铁装备制造等铁路上下游产业。

管理架构方面，公司作为主发起人牵头设立基金，由其子公司河南铁投私募基金管理有限公司作为母基金管理人，在全国范围内遴选知名投资机构作为子基金管理人。基金在开展项目直接投资时，按照“1+N”的母、子基金架构进行管理运作，其中母基金出资原则上不高于子基金规模的 25.00%，行业内机构出资原则上不低于子基金规模的 25.00%，其余出资采取多元化方式募集。母基金及子基金实施主体可采用公司制或有限合伙制等组织形式设立。

总体来看，公司路衍产业投资业务处于发展阶段，河南省铁路产业投资基金截至目前第一期募集资金尚未全部到位，后续资金到位情况需关注；该基金主要投资于具有一定收益的铁路项目和与铁路相关的上下游产业，未来投资及收益情况亦有待观察。

土地及房地产综合开发

跟踪期内，公司收购建业地产部分股权，参股建业地产对公司投资损益的影响需持续关注，土地一、二级开发及铁路沿线综合开发业务整体处于发展阶段，易受国家宏观调控及房地产政策影响。

土地及房地产综合开发业务依托铁路建设项目，挖掘铁路站场周边地区的土地开发价值，实现铁路资源价值增值及变现。跟踪期内，公司土地一二级开发业务主要由下属子公司河南同晟置业有限责任公司（以下简称“同晟置业”）和河南铁建投综合开发有限公司负责。同晟置业与驻马店市国土资源开发有限公司成立合资公司驻马店市同晟新城区建设有限公司，并持有其 70% 的股权，对驻马店高铁西广场开发项目进行土地一级开发。该项目协议开发面积为 2,509 亩，开发周期 5 年，预计总投资 8.30 亿元，截至 2023 年 3 月末，已累计完成投资 8.83 亿元³。目前，该项目区域路网基本成型，已整理可出让经营性用地 914.30 亩，已出让土地 560.31 亩，土地出让金为 12.14 亿元。

此外，同晟置业与安阳经开集团投资有限公司组建合资公司河南晟安投资发展有限公司，对石武客专、晋豫鲁通道安阳段难以复垦大临用地开发和“一站一城”项目开发，具体包括宝莲寺高端商务区（原安汤新城）核心区约 10 平方公里一级土地开发整理项目、宝莲寺高端商务区起步区 2,000 亩以上土地二级开发项目、核心区内棚户改造项目一级约 300 亩房地产开发项目，未来通过土地出让收入来平衡前期投资。上述项目总投资 34.00 亿元，协议开发面积为 1.50 万亩，截至目前，公司已在该区域内完成 4 条道路的用地征收、农用地拆迁补偿等工作，累计投资 2.03 亿元。

铁路沿线综合开发方面，同晟置业与中牟县昌盛实业有限公司合资成立了河南同晟大豫置业有限公司，同晟置业持股 70.00%，在郑开城际铁路沿线大孟站开展“站城综合开发”，计划总投资 24.00 亿元，截至 2023 年 3 月末，已取得项目用地 193 亩，累计完成投资 8.40 亿元。同晟置业与开封市发展投资有限公司合资成立了开封同晟置业有限公司，同晟置业持股 70.00%，在郑开城际铁路沿线汴西站开展“站城综合开发”，项目地块面积 235 亩，总投资 24.60 亿元，截至 2023 年 3 月末，公司已预付土地报征费 1.40 亿元。

房地产销售业务由同晟置业与蓝城房产建设管理集团有限公司（以下简称“蓝城房产”）签署委托代建合同，同晟置业负责项目建设资金筹措，蓝城房产负责建设。截至 2023 年 3 月末，公司在售的房地产项目主要系蓝城·诚园⁴，分为 157 地块、158 地块和 159 地块。其中，157 地块和 158 地块建筑总面积 23.24 万平方米，总投资 14.50 亿元，已投资 14.14 亿元，已回款 15.61 亿元，剩余部分储藏室和车位待售。159 地块建筑总面积 11.41 万平方米，总投资 8.00 亿元，已投资 5.34 亿

³ 根据实际情况，项目已投资金额超过计划投资规模。

⁴ 蓝城·诚园项目由原同晟·象湖澜湾和天地东苑组成。

元，已回款 7.54 亿元。

2022 年 7 月，同晟置业在香港设立有道发展国际（香港）有限公司收购建业地产股份有限公司（以下简称“建业地产”）29.01%的股份。根据协议，恩辉投资有限公司（以下简称“恩辉投资”）向同晟置业出售建业地产 8.60 亿股股份，总价约为 6.88 亿港元，需关注建业地产股价变动可能对公司投资损益的影响。

截至 2023 年 3 月末，公司拟建项目主要系松苑项目，2022 年 8 月，同晟置业收购郑州建瓴置业有限公司（原为建业地产下属项目公司，以下简称“建瓴置业”）80%股权⁵，并负责建瓴置业松苑项目开发建设。建瓴置业松苑项目为商业住宅项目，属于郑东新区北龙湖区域，项目计划总投资 55 亿元。

总体来看，公司土地一、二级开发及铁路沿线综合开发业务整体处于发展阶段，易受国家宏观调控及房地产政策影响，同时，参股建业地产对公司房地产业务的影响需持续关注。

铁路相关物流贸易

2022 年，公司收购中阅和瑞，贸易业务已成为公司最主要的收入来源，但毛利率相对较低，需关注贸易业务整合的后续进展及大宗商品价格波动对公司贸易业务可能产生的不利影响；物流仍是公司业务发展的主要板块，目前尚处于起步发展阶段，后续经营情况需关注。

为充分挖掘高铁线路资源及其他物流资源，河南铁建投布局打造高铁物流中心及物流基地，加快推进郑州航空港站高铁物流基地、高铁多式联运等项目；同时，公司积极开展多式联运平台项目合作，加快业务布局和做大物流规模；依托铁路建设产业链上下游资源，公司亦积极开展供应链贸易业务，强化集团发展战略支撑。

2022 年，公司收购中阅和瑞实业股份有限公司（以下简称“中阅和瑞”），2023 年 3 月，中阅和瑞更名为河南铁建投物资股份有限公司（以下简称“铁物公司”）。跟踪期内，公司贸易业务主要由河南铁瑞实业有限公司（以下简称“铁瑞公司”）和铁物公司负责。其中，铁瑞公司目前主要从事煤炭、钢铁等产品贸易，充分发挥河南省内煤炭钢铁等丰富的资源优势；铁物公司主要经营品种为钢材、再生铜、成品油、有色金属，并同步开展铁矿石、塑料业务。从上下游来看，公司贸易业务上下游客户主要为贸易商，依托于郑州的米字型高铁优势，客户分布广泛；结算模式在不同的贸易商品之间存在差异。目前，贸易业务收入已成为公司收入的核心来源，但毛利率相对较低。同时，收购中阅和瑞对于公司经营管理能力提出一定挑战。需关注贸易业务整合的后续进展以及大宗商品价格波动对公司贸易业务可能产生的不利影响。

目前，公司物流板块主要由河南铁建投物流有限公司（以下简称“物流公司”）和河南登封铁路有限责任公司（以下简称“登封铁路”）负责，物流公司后续将重点发展高铁物流基地建设、高铁货运、冷链物流和多式联运等。登封铁路的主要运输线全长约 90.00 公里，运输货品以煤炭为主，主要服务于省内的煤炭电力公司。价格方面，登封铁路的货运运价由登封铁路依据公路运输市场与周边铁路运输市场情况与客户协商确定运价。结算方式上，公司货运收入的结算方式为预收和

⁵ 公司对建瓴置业股权并购实际于 2023 年完成。

现结相结合的方式，货物运输前收部分预收款项，运输完成后当月结算运输收入。截至目前，物流仍是公司业务发展的主要板块，尚处于起步发展阶段，后续经营情况值得关注。

表 5：公司近年来运量及运输收入统计表（万吨、万元）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
运量	181	241	263	81
收入	2,267.96	3,358.07	4,203.47	1,249.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：2022 年公司前五大客户运量统计表

客户名称	运量（万吨）	占比
郑州鑫丰矿产品销售有限公司	69	26%
华润电力登封有限公司	52	20%
郑州煤电股份有限公司运销分公司	38	14%
宁波中盈鸿泽供应链管理有限公司	25	10%
江西皖通能源贸易有限公司	25	10%
合计	209	79%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平。受益于政府的大力支持，跟踪期内公司所有者权益持续增长，具备很强的资本实力；但受业务扩张及收并购等影响，公司债务规模增长较快，目前财务杠杆仍处于较低水平，同时公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力仍有待提升。

资本实力与结构

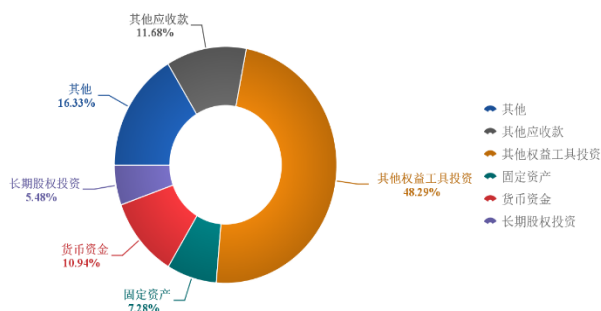
跟踪期内，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，加之经营业务不断扩张，资产规模保持快速增长趋势；公司资产收益性较弱，且流动性不足，整体资产质量较低，财务杠杆仍处于较低水平，资本结构尚可。

作为河南省最重要的铁路投资领域实施主体，2022 年公司积极打造“两主一培育”产业发展格局（以铁路及关联产业投资运营、土地及房地产综合开发为主业，铁路相关物流贸易为培育业务），经营业务不断扩张，并收购了中阅和瑞等公司股权，带动资产总额年末同比增长 41.62%。

公司目前形成了“铁路及关联产业投资运营、土地及房地产综合开发、铁路相关物流贸易”三大业务板块，资产主要由上述业务形成的货币资金、其他应收款、其他权益工具投资及固定资产等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重接近 70%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。具体来看，2022 年末公司货币资金规模增幅较大，主要系取得用于高铁项目建设的国开基金尚未全部投入使用所致，截至 2023 年 3 月末，受限资金占比为 1.39%；公司其他权益工具主要系参股的铁路项目及铁路建设运营公司所形成的长期投资，2022 年以来随着铁路建设投资的增加而保持增长趋势。受新增中原资产管理有限公司（以下简称“中原资产”）不良资产包等影响，2022 年末公司其他应收款同比增幅较大。同期末，由于购入动车组及在建工程竣工结算，固定资产较上年末增幅较大。此外，公司长期股权投资主要系持有河南城际铁路有限公司（以下简称“河南城际”）等公司股权，2022 年以来规模基本保持稳定。总体来看，公司资产以参股铁路公司形成的其他权益工具投资以及控股铁路形成的固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱，且目前运营铁路以参股为主，运营初期难以通过参股公司

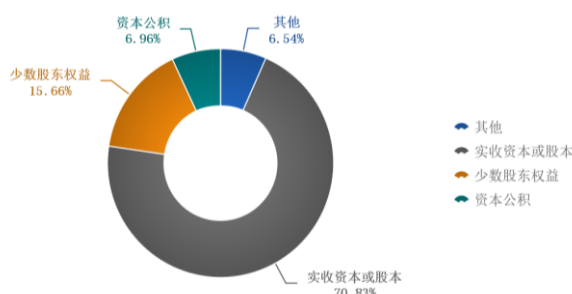
分红获得投资收益，资产收益性较弱。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，受益于政府的持续支持和收购、合并工作的持续的推进，公司资本公积及少数股东权益大幅增长，带动经调整的所有者权益⁶同比增幅较大。预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转股权，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

受业务持续发展及合并范围扩大影响，2022 年以来公司财务杠杆水平有所上升，但仍保持在 45% 以下，总资本化比率在 40% 以下，财务杠杆仍处于较低水平。随着铁路项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司总债务预计将有所增长，但受益于政府支持，公司财务杠杆率预计仍将处于较低水平。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	731.10	759.98	1,076.28	1,103.90
非流动资产占比	84.79	86.52	67.62	66.84
经调整的所有者权益合计	504.70	514.82	609.82	627.18
资产负债率	30.97	32.26	43.34	43.19
总资本化比率	29.86	30.67	39.75	38.73

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量尚可，公司经营活动现金流持续呈净流出状态，经营获现能力较为一般，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

受益于业务的扩张及较快的多元化发展，跟踪期内公司收入保持较快增长，主要收入板块中贸易收入回款较快，2022 年收现比呈现上升态势且比率大于 1，公司收入质量尚可。

公司经营活动净现金流受贸易业务现金收支影响较大，2022 年公司经营活动现金流持续呈现净流出状态，且缺口规模增幅很大，由于资产转让，2023 年一季度公司经营活动现金呈现净流入状态，公司经营活动获现能力总体表现一般。

2022 年公司投资业务的发展及收购致使其投资活动现金流出规模进一步加大，且基金及铁路项目等投资尚未进入回报周期，投资活动现金流入规模依然较小，预计公司未来两三年内投资活动现

⁶ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0 亿元。

金流仍将保持流出态势。

跟踪期内，公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时，受益于股东的持续支持，跟踪期内公司吸收投资收到的现金合计 91.53 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，2022 年，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等股权融资方式筹集的资金可以覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 8：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-12.58	-0.98	-31.23	17.67
投资活动产生的现金流量净额	-46.82	-39.50	-121.72	-0.60
筹资活动产生的现金流量净额	59.02	25.34	248.44	-3.59
现金及现金等价物净增加额	-0.37	-15.14	96.83	13.46
收现比	0.23	0.92	1.02	0.91

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；2022 年公司 EBITDA 对利息的覆盖水平有所提升，但整体保障能力依然有限；经营活动现金流依然呈净流出状态，无法对利息形成保障。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内债务规模增长较快，2022 年末债务同比增长约 77%。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；跟踪期内，公司短期债务占比持续下降，债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

融资余额	1 年以内到期	1~3 年到期	3 年以上到期	
银行借款	199.44	10.42	33.74	155.28
债券融资	116.84	--	70.50	46.34
非标融资	92.49	35.19	8.00	49.30
合计	408.77	45.61	112.24	250.92

注：以上统计为公司未来几年内实际需要偿还的债务本金规模，与财务口径债务总额或存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，费用化利息支出依然公司 EBITDA 的主要构成。同时，债务规模的增长导致公司利息支出有所上升，公司 EBITDA 对利息的保障能力虽有所提升，但覆盖水平依然较弱且面临波动压力。此外，2022 年公司经营活动现金流依然呈净流出状态，无法对利息形成保障。

表 10：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	214.82	227.74	402.32	396.37
短期债务占比	5.01	19.01	17.93	14.23
EBITDA	1.58	0.68	4.85	--
EBITDA 利息保障倍数	0.17	0.05	0.34	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-1.36	-0.08	-2.18	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产占当期末总资产的 3.29%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 33.26 亿元，占公司净资产的比例为 5.30%，均系公司对河南城际的担保，代偿风险相对可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及《企业征信报告》，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁷

假设

——2023 年，公司仍作为河南省最重要的铁路投资领域实施主体，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围因河南城际纳入而有所扩大。

——2023 年，公司铁路运营收入因河南城际纳入合并范围而有所体现，但由于营业成本增长更高，整体盈利能力有所下降；其他各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 20~50 亿元，股权类投资规模在 20~50 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年权益类融资 10~40 亿元、债务类融资 250~400 亿元。

预测

表 11：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	30.67	39.75	35.40~43.30
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.68	4.85	-3.90~-3.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

2023 年 3 月末，公司可动用账面资金为 130.32 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。2023 年 6 月末，公司银行授信总额为 1,495.04 亿元，尚未使用授信额度为 963.64 亿元，备用流动性较为充足。此外，河南省区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为河南省最重要的铁路投资领域实施主体，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文 10 亿元，预计公司

⁷ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于铁路项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司产品规划，未来一年投资支出主要集中于铁路项目建设。截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 46 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 14.31 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁸

中诚信国际认为，公司注重可持续发展，管理层稳定性较好，信息披露较为及时，需关注合并河南城际对公司管理等方面可能带来的影响。总体来看，目前公司 ESG 表现优于行业平均水平，但仍有可提升空间。

环境方面，作为铁路投资领域实施主体，公司的土地一二级开发等业务可能会面临一定环境风险。截至目前，公司在环境管理和环保争议事件管理方面表现较好。

社会方面，公司近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件，在投资者责任和社会争议事件管理等方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合河南省发展规划和公司经营目标。预计合并河南城际后，河南城际资产规模将占公司资产总额比重较大，对于公司经营管理能力提出一定挑战，需关注合并事项对公司管理等方面可能带来的影响。

外部支持

中诚信国际认为，河南省政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

河南省位于我国东、中、西部三大地带的交界，也处于长三角、环渤海地区向内陆推进的要塞，交通优势突出，是全国重要的交通通信枢纽和物资集散地，战略地位非常突出，为全省经济、财政实力增长提供了有力支撑，近三年河南省地区生产总值逐年增长，且 2022 年在全国 31 个省级行政区中位列第 5 位。同时，河南省人口优势较为突出，但城镇化率较低，截至 2022 年末，河南省常住人口城镇化率为 57.07%，低于全国平均水平，推进新型城镇化建设仍是未来发展的重点，未来河南省仍有较大的发展空间和债务融资需求。但是，近年来，河南省人民政府融资规模不断增加，2022 年政府债务余额为 15,103.80 亿元，居全国 31 个省级行政区第 8 位，政府债务率已超过国际 100%警戒标准，加之区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。此外，一方面，仍需关注永煤违约发生后河南省持续的信用修复进程；另一方面，河南省地方政府综合财力中政府性基金收入占比较大，近年来受土地出让市场行情影响，以土地出让收入为主要构成的政府性基金收入逐年下降，需对此保持关注。

同时，河南省政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

1) 区域重要性较高：公司在河南省的铁路投资领域处于领导地位，代表省政府参与铁路运营投资

⁸ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

项目，与其他省级平台的职能定位不同、各自分工明确，区域重要性较高。

2) 与政府的关联度很高：公司由河南省政府直接控股，根据省政府意图承担铁路项目投融资及运营任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、资本金注入等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外，河南省政府还以股权划入等形式对公司提供支持。2022 年，河南省财政厅新增资本金 20 亿元计入公司实收资本，同时，公司资本公积新增 8.64 亿元，主要系河南省各地政府新增铁路线路投入资金及无偿划转河南省机电设备国际招标有限公司股权等。

表 12：2022 年河南省主要省级平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
中原豫资投资控股集团有限公司	河南省国资委 100%	河南省唯一的省级保障房建设和城镇化建设投融资主体	3,318.52	1,102.60	66.77	85.26	2.64	106.00 亿元 +8.00 亿美元
河南投资集团有限公司	河南省财政厅 100%	河南省省属大型国有资本运营公司	2,921.46	1,076.88	63.14	472.66	28.63	167.00 亿元 +3.00 亿美元
河南交通投资集团有限公司	河南省人民政府 100%	河南省重要的交通基础设施投融资建设和运营主体	6,404.56	2,127.95	66.77	911.40	-5.69	679.90 亿元
河南水利投资集团有限公司	河南省人民政府 100%	为河南省唯一的省级水利项目投融资主体	1,015.42	325.09	67.98	78.90	4.06	81.50 亿元 +5.00 亿美元
河南省铁路建设投资集团有限公司	河南省人民政府 100%	河南省最重要的铁路投资领域实施主体	1,076.28	609.82	43.34	161.40	-10.28	102.00 亿元 +5.00 亿美元
河南省农业综合开发有限公司	河南省财政厅 100%	河南省国有独资的农业政策性投融资主体	570.23	194.48	65.89	109.75	1.53	30.00 亿元
河南省自然资源投资集团有限公司	河南省财政厅 100%	河南省自然资源领域重要的投融资平台和河南省唯一的土地指标投资、收储及交易平台	306.47	109.62	64.23	11.99	2.38	31.80 亿元

注：1、本表仅列示部分河南省政府或河南省政府授权河南省财政厅直接出资的省级平台；2、债券余额为截至 7 月 21 日本部债券余额。
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，河南省政府支持能力很强，对公司支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，河南铁建投与江西铁投、河北交投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，河南省与江西省和河北省等的行政地位相当，经济财政实力高于江西省和河北省，区域债务压力相对偏低，市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。河南铁建投与上述平台均为市政府或市国资委实际控制的最重要的铁路投资运营主体，当地政府对它们均有强的支持意愿。

其次，河南铁建投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，除承担铁路项目投资运营任务外，河南铁建投与可比对象均依托作为铁路类基础设施投资主体的优势开展贸易等多元化业务，但普遍存在盈利能力较弱，自我造血能力不足等问题。

然后，河南铁建投的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力较强；财务杠杆较低；EBITDA 对利息覆盖能力处于较低水平；可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 13：2022 年同行业对比表

	河南铁建投	江西铁投	河北交投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	河南省	江西省	河北省
GDP (亿元)	61,345.05	32,074.70	42,370.40
GDP 增速 (%)	3.10	4.70	3.80
人均 GDP (万元)	62,106.00	70,923.00	56,995.00
一般公共预算收入 (亿元)	4,261.60	2,948.30	4,083.98
公共财政平衡率 (%)	40.04	40.45	43.74
政府债务余额 (亿元)	15,103.79	10,859.50	15,749.09
控股股东及持股比例	河南省人民政府 100%	江西国控 71.14%	河北建设投资集团有 限责任公司 51.75%
职能及地位	河南省最重要的铁路投资领域实施主体	江西省唯一的省级铁路投资主体，承担江西省铁路和航空产业投资建设职能	河北省铁路投资、建设和运营主体
核心业务及收入占比	铁路及关联产业投资运营 12.05%、铁路相关的物流贸易 84.33%	贸易业务 79.36%、铁路沿线土地综合开发收入 10.90%	铁路运输及代理收入 94.78 %
资产总额 (亿元)	1,076.28	1,031.32	801.90
经调整的所有者权益合计 (亿元)	609.82	429.33	445.74
总债务 (亿元)	402.32	447.81	336.04
总资本化比率 (%)	39.75	51.05	42.98
营业总收入 (亿元)	161.40	87.92	29.28
净利润 (亿元)	-10.28	2.98	8.25
EBITDA (亿元)	4.85	14.81	22.79
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.34	1.85	1.84
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-31.23	22.53	29.65
可用银行授信余额 (亿元)	963.64	310.21	56.44
债券融资余额 (亿元)	102.00 亿元+5.00 亿美元	137.60	70.00

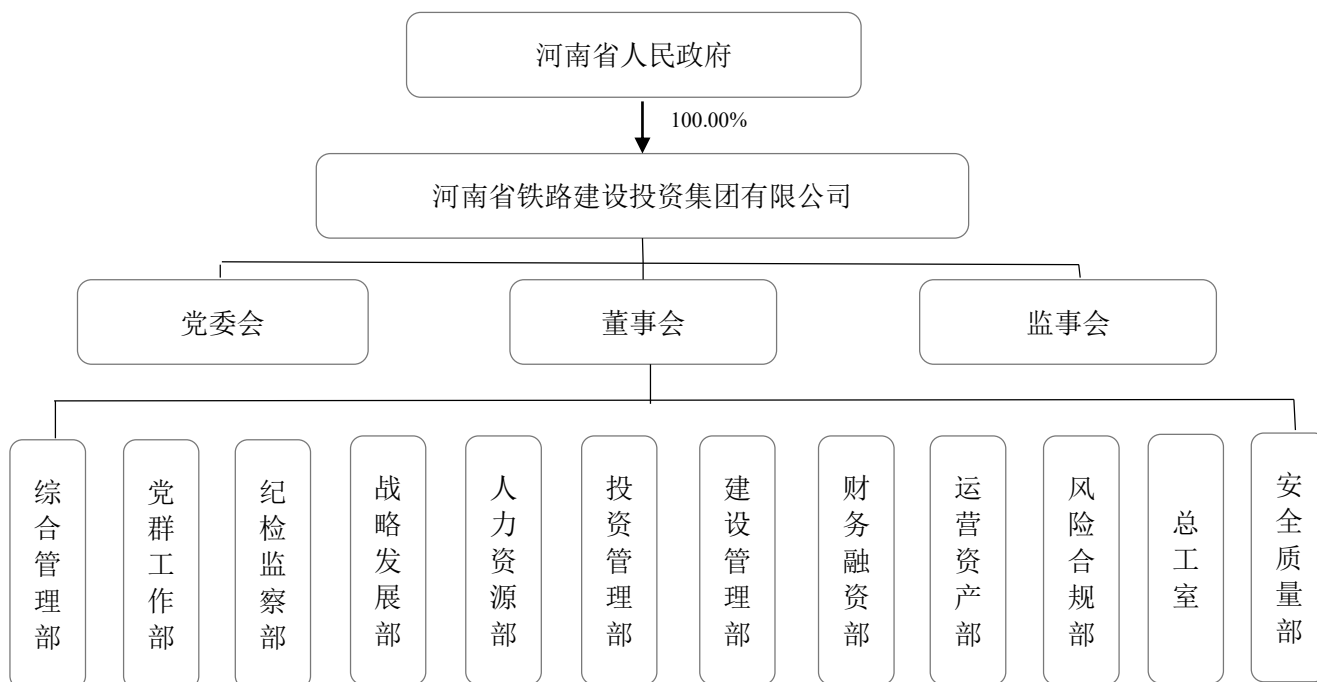
注：1、河南铁建投的可用银行授信余额截至 2023 年 6 月末，江西铁投和河北交投的可用银行授信余额截至 2023 年 3 月末；3、债券余额为截至 7 月 21 日本部债券余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际维持河南省铁路建设投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 豫铁投 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：河南省铁路建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



主要子公司名称	持股 (%)
河南铁投资本控股有限公司	100.00
河南高速铁路有限公司	100.00
河南铁建投综合开发有限公司	100.00
河南同晟置业有限公司	100.00
河南铁投私募基金管理有限公司	100.00
河南铁投后勤服务有限公司	100.00
河南郑州机场城际铁路有限公司	33.33
河南登封铁路有限责任公司	73.13
河南开封城际铁路投资有限公司	30.00
河南省轨道交通研究院有限公司	55.00
河南铁建投物流有限公司	100.00
河南铁建投豫东南建设投资有限公司	60.00
河南铁建投融资租赁有限公司	100.00
河南省机电设备国际招标有限公司	75.00
河南铁建投物资股份有限公司	33.99

资料来源：公司提供

附二：河南省铁路建设投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	350,052.57	190,509.51	1,176,935.26	1,304,204.59
非受限货币资金	341,907.00	190,509.51	1,158,835.64	1,304,204.59
应收账款	34,463.60	88,614.53	219,312.42	344,967.93
其他应收款	458,505.89	447,139.67	1,257,238.16	1,323,951.43
存货	104,979.77	147,252.19	301,069.54	297,751.41
长期投资	5,278,349.02	5,522,223.48	5,812,460.71	5,897,847.68
在建工程	516,515.27	287,056.39	292,161.22	312,526.90
无形资产	10,815.13	19,815.12	24,690.59	24,785.39
资产总计	7,311,031.34	7,599,839.96	10,762,835.23	11,038,987.35
其他应付款	38,131.53	34,706.77	388,822.11	570,352.39
短期债务	107,708.91	432,863.46	721,285.18	563,971.64
长期债务	2,040,456.44	1,844,559.86	3,301,878.63	3,399,722.63
总债务	2,148,165.35	2,277,423.31	4,023,163.81	3,963,694.27
负债合计	2,263,986.63	2,451,593.20	4,664,643.83	4,767,195.71
利息支出	92,335.95	125,972.92	143,135.81	--
经调整的所有者权益合计	5,047,044.71	5,148,246.76	6,098,191.39	6,271,791.64
营业总收入	55,547.38	257,791.30	1,614,016.94	511,144.36
经营性业务利润	-71,261.57	-100,826.68	-98,337.26	-24,440.18
其他收益	277.21	870.96	237.02	26.38
投资收益	8,183.29	1,022.82	6,133.41	1,571.84
营业外收入	14.37	27.85	2,414.31	12.12
净利润	-54,901.43	-113,585.19	-102,772.25	-24,319.81
EBIT	13,330.46	-3,374.62	32,336.82	--
EBITDA	15,781.43	6,799.18	48,482.94	--
销售商品、提供劳务收到的现金	12,678.91	237,811.41	1,651,768.18	463,701.66
收到其他与经营活动有关的现金	50,168.85	143,320.21	36,552.95	234,596.28
购买商品、接受劳务支付的现金	35,584.77	277,453.34	1,812,614.96	470,229.54
支付其他与经营活动有关的现金	142,219.62	128,498.56	180,710.43	40,809.71
吸收投资收到的现金	316,238.60	137,349.61	915,269.32	21,751.00
资本支出	165,199.26	75,575.95	47,303.01	50,843.01
经营活动产生的现金流量净额	-125,757.73	-9,766.28	-312,268.61	176,712.32
投资活动产生的现金流量净额	-468,154.18	-395,045.58	-1,217,239.93	-5,973.73
筹资活动产生的现金流量净额	590,225.21	253,414.37	2,484,363.27	-35,918.31
现金及现金等价物净增加额	-3,686.70	-151,397.49	968,326.13	134,638.49
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	14.60	1.23	2.95	2.42
期间费用率（%）	139.48	40.05	8.88	7.07
应收类款项占比（%）	10.73	10.89	16.43	17.76
收现比（X）	0.23	0.92	1.02	0.91
资产负债率（%）	30.97	32.26	43.34	43.19
总资本化比率（%）	29.86	30.67	39.75	38.73
短期债务/总债务（%）	5.01	19.01	17.93	14.23
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.36	-0.08	-2.18	--
总债务/EBITDA（X）	136.12	334.96	82.98	--
EBITDA/短期债务（X）	0.15	0.02	0.07	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.17	0.05	0.34	--

注：中诚信国际根据 2020~2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资本结构	
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
现金流	
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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
偿债能力	
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn