

財務資料

以下討論及分析應與本文件附錄一A及附錄一B會計師報告所載本集團的歷史財務資料連同其附註以及本文件其他處所載選定歷史財務及經營數據一併閱讀。本集團的綜合財務報表乃根據《國際財務報告準則會計準則》編製。**[編纂]**應細閱本文件全文，而不應僅依賴概要資料。

本討論及分析包含前瞻性陳述，反映本集團目前對未來事件及其財務表現的看法。本集團的實際業績可能因任何因素（包括本文件「風險因素」及「前瞻性陳述」章節所載的有關因素）而與該等前瞻性陳述中預期者有所不同。

概覽

本集團為哈薩克斯坦國家運輸與物流運營商，提供連接哈薩克斯坦生產中心與中國、中亞、俄羅斯、里海地區及歐洲的重要陸路運輸通道之一。本集團由政府通過哈薩克斯坦的主權財富基金Samruk-Kazyna全資擁有，本集團運營哈薩克斯坦的幹線鐵路網，且根據畢馬威報告，擁有該國規模最大的機車及鐵路車輛車隊。本集團運營一個包括幹線鐵路基礎設施、貨物運輸、多式聯運物流、海港、無水港、貨運場站、運輸物流中心及客運的綜合鐵路及物流網絡。本集團是哈薩克斯坦貨運及客運主要提供商，其絕大部分收入來自貨運，其他收入則來自客運、政府補助及其他服務。有關本集團業務、所有權及監管狀況的進一步資料載於本文件「業務概覽」一節。

2025年，本集團的貨運周轉量為2,888億噸公里，較2024年的2,617億噸公里有所增加，貨運收入為2,463,197百萬堅戈，佔綜合收入及其他收益總額的89.3%。同期，客運周轉量為114億客公里，2024年為117億客公里，客運收入由2024年的110,523百萬堅戈增至2025年的129,250百萬堅戈。有關變動的詳細分析載於本節「有關經營業績的討論」。

呈列基準

本集團於2023年、2024年及2025年12月31日及截至該等日期止年度的綜合財務報表已根據國際會計準則理事會頒佈的《國際財務報告準則會計準則》編製。本集團的綜合財務報表已按歷史成本基準編製，惟本文件附錄一所載綜合財務報表附註3中的會計政策所披露者除外。綜合財務報表以堅戈呈列。

分部報告

本集團有兩個可呈報分部：貨運及客運。

- 貨運，主要包括：
 - 主要依託本集團的綜合鐵路網絡提供貨物運輸服務，包括提供幹線鐵路網接入、機車牽引、鐵路車輛、貨運代理、貨運場站、倉儲及相關物流服務

財務資料

- 提供多式聯運運輸及物流服務，結合鐵路、公路、海運、貨運場站、倉儲、貨物裝卸及貨運代理能力，以支持國內、出口、進口及過境貨物流動
- 客運，運營具有社會公益性質的客運服務。

兩個可呈報分部均包含相關基礎設施及配套服務，通過該等設施及服務，本集團運營、維護及管理幹線鐵路網及相關車站基礎設施。

所有其他經營分部(主要包括公用事業、裝卸服務及船舶服務)合計未超過細分量化門檻，不予單獨披露並合併為「其他」。

詳情請參閱本文件附錄一所載綜合財務報表附註5。

影響經營業績的關鍵因素

下文載列影響本集團經營業績及財務狀況的主要因素。

哈薩克斯坦的宏觀經濟環境

由於貨運需求與工業產出、商品生產、貿易活動及公共投資掛鉤，故本集團的經營業績及財務狀況受哈薩克斯坦宏觀經濟狀況影響。

下表載列所示年度主要宏觀經濟數據，因哈薩克斯坦經濟自2021年起持續增長。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
實際GDP增長%(按固定價格計算的國內生產總值同比百分比變動(經通膨調整))	5.1	5.0	6.5
名義GDP增長%(按當期價格計算的國內生產總值同比百分比變動(未經通膨調整))	15.1	14.1	16.8
通脹率%(消費物價年均變動)	9.8	8.6	12.3
失業率%(失業人口佔勞動力百分比)	4.7	4.7	4.6

資料來源：哈薩克斯坦共和國戰略規劃及改革署國家統計局

哈薩克斯坦經濟增長一直受惠於較高的石油產量及非石油行業的強勁活動。經濟增長、工業活動或大宗商品生產的任何放緩，均可能影響本集團網絡上的貨運量。

財務資料

通脹及勞動力市場狀況對本集團的影響主要體現在運營成本，包括員工成本、燃料、電力、維護及其他投入成本。通脹在2022年見頂後於2023年及2024年有所緩和，但本集團的成本基礎仍與之息息相關。有關通脹及勞動力成本的影響於「員工、燃料及能源成本」進一步討論。

哈薩克斯坦經濟受到全球商品價格、外部需求及區域貿易狀況變化的高度影響。哈薩克斯坦經濟在很大程度上依賴商品出口(尤其是石油、天然氣及鈾)，因此對全球需求、生產水平及出口路線的變動較為敏感。該等因素可能影響政府收入、公共支出、工業活動及貿易流量，而前述各項均可能影響本集團運輸網絡的貨運量。

地緣政治發展及制裁

地緣政治發展及制裁通過對區域貿易流量、路線可用性、過境運輸需求、制裁合規、結算安排及替代走廊經濟的影響，繼而影響本集團的經營業績。由於哈薩克斯坦的地理位置位於中國、俄羅斯、中亞及歐洲之間，海運、陸運及多式聯運路線的相對成本、時間或可用性的變化可能會令本集團網絡的運輸需求增加或減少。

本集團與俄羅斯及白俄羅斯相關的貨運及客流存在風險敞口，包括通過與俄羅斯鐵路及白俄羅斯鐵路的營運往來，以及參與歐亞過境安排(包括UTLC ERA)。與俄羅斯相關的客運業務總收入佔比於2025年為4.1%，而2024年為3.6%及2023年為4.0%。本集團亦分別於2025年、2024年及2023年收到與UTLC ERA運輸貨物相關的收入，分別為1,005億堅戈、1,102億堅戈及719億堅戈。任何影響這些資金流的營運環境惡化(包括路線中斷、付款限制、擴大制裁、制裁解釋變動或合規要求增加)可能影響本集團的貨運量、貨運收入、現金產生能力及營運表現。詳情請參閱本文件「風險因素－與本公司業務及所處行業有關的風險－與受到或將會面臨英國、美國或其他相關司法管轄區制裁的國家或實體之間的交易，可能令本集團受到不利影響」及「業務概覽－貨運－JSC UTLC Eurasian Railway Alliance」。本集團參與了與俄羅斯控制實體和白俄羅斯控制實體的合作項目，包括通過與俄羅斯鐵路及白俄羅斯鐵路成立的合資企業UTLC ERA參與。詳情請參閱本文件「業務概覽－貨運－JSC UTLC Eurasian Railway Alliance」。

本集團亦正在開發及使用替代走廊，包括經由跨里海國際運輸走廊及南北走廊的路線。隨著時間推移，該等措施可支持過境交通並減少對特定路線的依賴，但可能需要投資、與交易對手方訂立商業安排及作出運營調整，這將影響運輸時間、路線經濟性及營運資金。

外匯風險

本集團的經營業績及財務狀況從兩大方面受到外匯波動的影響。其一，本集團擁有以外幣計值的收入及開支項目，包括以瑞士法郎計值的過境收入以及以外幣定價的商品及服務開支。其二，本集團擁有以外幣計值的貨幣項目，包括借款及債務證券，該等項目就呈報目的換算為堅戈，並可能產生外匯收益或虧損。本集團主要面臨美元、瑞士法郎、歐元、人民幣及俄羅斯盧布

財務資料

的波動風險。因此，堅戈兌該等貨幣貶值可能增加財務費用、償債責任及進口商品的堅戈成本，並可能導致綜合損益表中產生外匯虧損。

匯率波動同時影響現金成本及呈報業績。堅戈兌本集團的借款(包括債務證券)貨幣貶值，會導致本息增加等值堅戈金額，並可能增加以堅戈計量及償債要求。另外，這會增加外幣計值貨幣性負債換算為堅戈時的賬面值，並可能反映為外匯虧損。於2025年12月31日，本集團的借款及債務證券以美元、瑞士法郎、歐元、人民幣及俄羅斯盧布計值。請參閱本節「債項及擔保－借款」。

堅戈兌歐元及堅戈兌瑞士法郎匯率波動已對本集團綜合經營業績產生重大影響，並可能繼續產生影響。本集團保留部分外幣現金，以部分抵銷其以外幣計值借款產生的外匯收益或虧損；然而，過去該等儲備一直不足以抵銷外匯虧損，未來可能繼續不足以抵銷外匯虧損。請參閱本文件附錄一所載綜合財務報表附註30。

本集團根據獨聯體運價協議(定義見下文)從國際過境貨運中產生以瑞士法郎計值收入，進而對沖了若干瑞士法郎計值債務的匯率風險。此外，本集團將若干外幣借款(適用情況下亦包括交叉貨幣互換)用於對預期以瑞士法郎計值的過境收入進行現金流量對沖，以降低匯率風險。請參閱本文件附錄一所載綜合財務報表附註30。然而，此類安排並無法消除本集團的外匯風險，且可能不足以完全抵銷特定時期不利匯率波動所產生的影響。以瑞士法郎計值的過境收入之金額、時間及確定性未必完全匹配本集團的外幣負債、償債安排或對沖工具，且不利的匯率波動仍可能導致匯兌損益、對沖儲備變動、對沖無效，或重分類至收入或財務費用。

匯率變動對本集團呈報業績可能產生重大影響。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，本集團分別錄得外匯虧損14,124百萬堅戈、69,620百萬堅戈及19,990百萬堅戈。該等金額主要反映以外幣計值的貨幣負債(主要為貸款及債券)的換算影響。

貨運需求

本集團運輸服務的需求取決於哈薩克斯坦工業活動、商品生產、出口需求、進口流量及經由哈薩克斯坦的過境交通。石油產品、煤炭、黑色金屬及其他工業商品佔本集團貨運收入的極大部分，而本集團的貨運收入亦受益於多元化的貨物基礎。過境運輸需求亦受替代海運、陸運、管道及鐵路路線的相對成本、可靠性及可用性影響。

財務資料

下表載列本集團於所示年度按貨物類型劃分的若干貨運收入資料。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈)		
煤炭	107,695	119,961	180,173
礦石	48,518	48,018	74,767
原油	20,477	19,648	26,627
精煉油產品	280,069	307,092	447,529
建築材料	45,195	53,191	78,214
穀物及穀物產品	52,662	56,288	90,623
廢鋼鐵	5,543	5,016	6,097
化學品及碳酸鈉	66,436	81,371	118,928
化學及礦物肥料	33,533	44,481	58,440
有色礦石	35,543	42,690	58,650
有色金屬	19,054	18,278	23,846
黑色金屬	110,091	121,878	187,317
其他	857,735	957,645	1,111,986
合計	1,682,550	1,875,558	2,463,197

於運輸原油方面，本集團承受最大競爭源於哈薩克斯坦及與其接壤國家持續發展管道，原因在於運輸原油時，管道運輸相較鐵路運輸更具成本效益。根據國家統計局公佈的數據，按貨物周轉量計，2025年鐵路運輸佔哈薩克斯坦的貨物周轉總量的61.8%，而同年管道運輸佔29.7%。管道已成為原油出口的主要運輸方式，但在生產商並無直接接入管道或石油裝載海港的情況下，或利用鐵路將原油從油田運往管道樞紐及阿克套海港時，鐵路運輸仍然重要。鐵路運輸需求可能因多種因素(包括煉油廠維護及石油產量)變化而異。隨著哈薩克斯坦連接油田、煉油廠及石油買家儲存設施的管道網絡不斷開發與延伸，預期短期內鐵路運輸需求將保持總體穩定，而中期內可能略有增加，特別是若石油產量繼續增加，且待運輸石油量超過管道系統容量。

雖然本集團於原油運輸方面承受來自管道重大競爭，但於成品油運輸方面競爭較小。與原油不同，基於其性質，石油產品僅能通過若干專用管道運輸，而該等管道數量有限。此外，付運石油產品目的地可能因市場需求而異，而鐵路更容易適應需求變動。截至2025年12月31日止年度，石油產品運輸佔本集團運輸石油及石油產品總量94.1%，而2024年及2023年則分別為92.6%及93.6%。

國內煤炭運輸主要面向工業客戶及公用事業公司，用於供暖及發電。工業需求通常與更廣泛的工業活動相關，而公用事業公司的需求可能具有季節性。截至2023年、2024年及2025年12

財務資料

月31日止年度，煤炭出口運輸分別佔本集團煤炭運輸收入的3%、3%及4%。在本集團出口的煤炭運量中，大部分運往俄羅斯烏拉爾及西伯利亞地區的客戶，其餘則運往其他目的地市場。

出口煤炭需求受俄羅斯及其他目的地市場客戶的需求、替代供應的可用性以及大宗商品生產及消費模式的變化所影響。因此，煤炭運輸需求的波動可能影響本集團的貨運量、路線組合及貨運收入。

運價監管與政府支持

本集團絕大部分收入來自受哈薩克斯坦規管運價約束的貨運與客運服務(2023年、2024年及2025年的收入佔比分別約為58.3%、59.5%及64.0%)。適用於本集團營運的運價均基於自然壟斷委員會批准的詳細價目表，且除途經哈薩克斯坦前往哈薩克斯坦境外目的地貨運過境運價之外，適用於所有服務。該等價目表根據重量、貨運等級或客運等級、方向、距離及目的地等因素規定貨運價格，並可通過自然壟斷委員會補充指數化程序進行年度調整。客運運價由哈薩克交通部制定。

過境貨運運價為本集團貨運收入的主要驅動力。運價通常由本公司根據《獨聯體國家鐵路國際貨物運輸運價政策》制定，該政策確立獨聯體成員國同意遵守的運價框架。

下表載列國際過境路線產生的貨運收入：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
國際過境路線應佔本集團鐵路 貨運收入(百萬堅戈)	655,888	698,797	827,178
國際過境收入佔本集團貨運 收入百分比	35.0	37.3	33.6

規管及非規管貨運運價因運輸距離及貨物等級等因素而異。平均運輸距離與所運輸貨物組合變動可能導致收入、經營利潤及利潤率上升或下降。此外，政府可能通過自然壟斷委員會、哈薩克交通部或其他方式，於制定運價時考慮更廣泛經濟及政治因素。於哈薩克斯坦提供鐵路客運服務被視為鐵路營運商的社會責任，因此，客運運價被人為保持於較低水平，以確保可負擔性。因此，本集團盈利能力、現金收入及利潤率對貨運及客運運價年度變動十分敏感(特別是當成本通脹超過運價調整時)。於2025年11月，自然壟斷委員會批准2026年至2030年幹線鐵路服務運價。請參閱本文件「業務概覽－政府監管與運價」及「風險因素－與本公司業務及所處行業有關的風險－自然壟斷委員會實施的運價監管，可能會對本集團的業務及經營業績產生不利影響。」。

財務資料

統一貨運運價結構亦影響本集團的收入組合及定價靈活性。統一受規管貨運運價包括(i)主線鐵路運價(以煤炭為例，約佔總受規管貨運運價55%，運價視乎貨運類型、距離及其他條件或會有變)、(ii)機車牽引運價(以煤炭為例，約佔受規管總貨運運價43%)；及(iii)貨運與商業服務運價(以煤炭為例，約佔受規管總貨運運價2%)。使用本集團貨車及集裝箱亦收取可選附加運價(約佔受規管總貨運運價18%)。不同於受規管的核心運價組成部分，使用本集團貨車及集裝箱的運價不受政府監管，由本集團根據市場費率及營運成本釐定。儘管運價結構的大部分仍受監管，這也賦予本集團一定程度的商業靈活性。

此外，客運運價維持於較低或無利可圖的水平，本集團收到政府補助作為對該差額部分的補償。該等補助規管營運參數及運價調整機制。該等補助於本集團綜合損益及其他全面收益表中「政府補助」項目內確認。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，政府補助收入分別為38,912百萬堅戈、41,124百萬堅戈及43,275百萬堅戈。按實際價值計算，經計及通貨膨脹因素，政府支持水平與過往期間大致相若。該框架為本集團客運業務分部的中期經濟效益提供了更高的可預見性。然而，政府補助的時間及水平影響本集團的呈報收入、客運分部表現及整體盈利能力，且該框架的任何變動均可能影響由本集團承擔的客運虧損水平、貨運業務提供交叉補貼的程度，以及本集團的已呈報盈利能力。

於哈薩克斯坦，政府亦已採取旨在發展鐵路行業競爭的措施。幹線鐵路網開放接入，且本公司向私營承運人提供非歧視性網絡接入。除本公司外，多家私營營辦商亦從事客運活動。隨著時間的推移，競爭加劇可能會影響本集團於競爭激烈的運輸市場中的貨運量、定價靈活性、市場份額及利潤率。

員工、燃料及能源成本

員工成本(包括稅項、供款、未休假期撥備以及員工福利開支及其他長期員工福利)為本集團成本基礎的重要組成部分。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，此項員工成本及福利分別佔本集團銷售成本總額的41.6%、44.2%及43.6%。薪資指數化(適用情況下包括政府主導的工資指數化)及勞工市場整體壓力已導致並可能繼續增加薪酬及其他員工開支。在未能通過運價調整、生產力提升、收入增長或其他成本節約措施予以抵銷的情況下，工資上升可能會對盈利能力造成影響。例如，本集團於2025年銷售成本中的員工成本有所增加，反映薪資上漲、基於服務年期的一次性給付及勞動參與係數獎金等因素。

財務資料

燃料及電力成本亦佔據本集團營運成本的較大比例，並與運輸業務規模直接掛鉤。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，燃料(主要為機車使用之柴油)及潤滑油分別佔本集團總銷售成本的14.7%、12.1%及13.8%。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度，電力分別佔本集團總銷售成本的4.3%、5.6%及7.2%。該等成本受市場價格波動、運輸活動、採購時機及整體通脹環境影響。因此，燃料及電力價格變動或會影響銷售成本及利潤率，倘運價調整或生產效率提升未能完全抵銷有關成本變動，則影響尤為顯著。

為管理定價風險，本集團通常於各日曆年年初以固定價格條款舉行採購招標；若相關商品或服務市場價格下降，可靈活調低初始固定價格。請參閱本節「關於市場風險的定量及定性披露」及本文件及「業務概覽－客戶與供應商－供應商」。

投資計劃及資金需求

鐵路基建、鐵路車輛及物流網絡須持續投入巨大的資本開支，因此本集團的營運業績及財務狀況受其投資計劃及相關資金需求的影響很大。本集團擁有重大投資負債，主要與基礎設施開發項目及鐵路車輛更新有關。詳情請參閱本節「資本開支及資本承擔」及「流動資金及資本資源」。

其中多個項目被視為哈薩克斯坦優先基礎設施計劃，包括建設莫因特－克孜勒扎爾、巴克圖－阿亞古茲及達爾巴扎－馬克塔拉爾鐵路路段，以擴大網絡運力。長遠而言，有關項目預期可提升日後運輸承載力、營運穩定性及過境貨運量，惟短期需要龐大資金投入。

該投資計劃及相關投資負債需要大量資金，因此為影響本集團流動資金狀況及融資架構的重要因素。過往本集團一直通過結合使用經營現金流量、政府及／或政府關聯實體資金以及外部借款，為主要投資項目提供資金。與投資負債相關現金流出時間取決於項目進度、合約付款條款以及通過租賃融資結算債務程度。倘投資負債導致加速現金流出，本集團流動資金狀況可能受到不利影響，特別是於流動負債超過流動資產或大量債務於短期內到期情況下。

本集團獲取外部融資及再融資的能力是管理流動資金及落實投資計劃的重要因素。本集團於若干銀行維持可用信貸額度，且管理層已就報告期末後12個月內到期借款再融資與投資者接洽。Samruk-Kazyna亦已表明其有意亦有能力，於可見將來向本集團提供持續的財務及營運援助，此與過往慣例一致。儘管如此，若融資來源收緊、財務費用上升或再融資進度延遲，均可能拖慢投資步伐，或令流動資金承受更大壓力。

支付工程進度款及結算投資負債可能減少產生期間自由現金流量，並視乎收付款時間而增加營運資金需求。倘本集團通過額外借款及／或租賃融資為該計劃提供資金，財務費用可能增加，並可能對淨利潤產生重大影響。請參閱本節「流動資金及資本資源」及「債項及擔保」。隨著新

財務資料

基礎設施及鐵路車輛投入使用，折舊費及相關營運及維修成本也可能增加。儘管現代化與更新長遠而言有助提升營運效率、承載量及可靠性，但該等收益的時間及規模可能並不確定，並承受執行風險。

於實施投資計劃同時，本集團過往曾採取投資組合優化及企業重組措施，包括出售若干非核心資產、選擇性收購及內部重組。該等交易可能通過出售產生之一次性收益或虧損、出售非核心或虧損業務以及按聯營公司或合資企業入賬之投資所致的收入組合及成本結構變動影響本集團財務狀況及經營業績。

投資計劃的執行情況可透過工程施工時序、網絡短期承載限制、承包商表現、設備及材料供應情況，以及基建與鐵路車輛建造成本通脹等因素影響日常營運。該等因素或會改變新增運能的落實時間、資本開支金額，以及規劃項目對日後貨運及過境運輸量的提升幅度。

重大會計政策與關鍵會計估計及判斷

本公司已採納對於編製其綜合財務報表而言屬重要的若干會計政策。本集團部份會計政策要求其就會計項目應用估計、假設及複雜判斷。本集團所採用的估計及假設，以及其在應用會計政策時所作的判斷，對其財務狀況及經營業績產生重大影響。管理層基於過去經驗及其他因素持續評估該等估計、假設及判斷，相關因素包括行業慣例及在相關情況下被認為合理的未來事件預期。管理層的估計或假設與實際結果之間並未出現重大偏差，而本集團於往績記錄期間亦未對該等估計或假設作出任何重大更改。本集團預期於可預見的將來於該等估計及假設不會出現任何重大變動。有關對了解本集團財務狀況及經營業績而言至關重要的重要會計政策、估計、假設及判斷的詳細說明，請參閱本文件附錄一所載綜合財務報表附註3及4。

財務資料

綜合損益表若干項目說明

以下表格載列本集團於所示年度的綜合損益表概要：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈)		
收入及其他收益			
貨運收入	1,682,550	1,875,558	2,463,197
客運收入	101,682	110,523	129,250
政府補助	38,912	41,124	43,275
其他收入	110,951	136,737	121,361
收入及其他收益總額	1,934,095	2,163,942	2,757,083
銷售成本	(1,498,583)	(1,620,017)	(1,924,051)
毛利	435,512	543,925	833,032
一般及行政開支	(106,494)	(128,390)	(145,837)
財務收入	32,221	52,955	88,618
財務費用	(208,365)	(184,984)	(245,844)
匯兌虧損	(14,124)	(69,620)	(19,990)
出售不符合終止經營業務條件的 附屬公司的收益	6,283	—	—
分佔聯營公司及合資企業利潤	8,144	10,772	1,634
金融資產及合同資產減值 撥回／(減值)	2,662	1,601	(3,893)
非金融資產減值撥回／(減值)	1,149	(7,336)	(11,480)
其他損益	4,395	4,606	2,781
稅前利潤	161,383	223,529	499,021
企業所得稅開支	(24,599)	(62,724)	(155,375)
年內利潤	136,784	160,805	343,646

財務資料

收入及其他收益

於往績記錄期間，本集團自貨運及客運業務產生收入。本集團亦收取政府補助及產生其他收入。

下表載列本集團於所示年度收入及其他收益的明細：

	截至12月31日止年度					
	2023年 ⁽¹⁾		2024年		2025年	
	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)
貨運收入	1,682,550	87.0	1,875,558	86.7	2,463,197	89.3
客運收入	101,682	5.3	110,523	5.1	129,250	4.7
政府補助	38,912	2.0	41,124	1.9	43,275	1.6
其他收入	110,951	5.7	136,737	6.3	121,361	4.4
合計	<u>1,934,095</u>	<u>100.0</u>	<u>2,163,942</u>	<u>100.0</u>	<u>2,757,083</u>	<u>100.0</u>

貨運收入

貨運收入指本集團主要通過其綜合鐵路網絡提供貨運服務產生的收入，包括提供幹線鐵路網接入、機車牽引、鐵路車輛、貨運代理、裝卸、倉儲及相關物流服務。貨運是本集團最大的業務分部，主要包括(i)國內路線(即哈薩克斯坦境內的本地運輸)、(ii)國際(出口)路線(就自哈薩克斯坦出口至境外目的地的運輸)、(iii)國際(進口)路線(就進入哈薩克斯坦的進口運輸)以及(iv)國際(過境)路線(即境外國家之間途經哈薩克斯坦的過境運輸)。本集團的貨運收入亦包括與運輸過

財務資料

程有關的附加費，主要包括貨物儲存費用、運輸貨車供應、清潔和備車費用、貨車和集裝箱使用費、主線及車站軌道的貨車和集裝箱故障及延遲費用以及其他貨運收入。下表載列於所示年度本集團按運輸活動類型劃分的貨運收入明細：

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)
國際(過境)路線	655,888	39.0	698,797	37.2	827,178	33.6
國內路線	439,857	26.2	507,501	27.1	687,325	27.9
國際(出口)路線	274,069	16.3	322,631	17.2	489,375	19.9
國際(進口)路線	185,758	11.0	194,279	10.4	276,243	11.2
與運輸過程有關的附加費	60,675	3.6	67,769	3.6	65,194	2.6
其他貨運收入 ⁽¹⁾	66,303	3.9	84,581	4.5	117,882	4.8
合計	1,682,550	100.0	1,875,558	100.0	2,463,197	100.0

附註：

- (1) 主要包含貨物轉運服務收入、機車牽引服務收入，以及貨車、機車及機車乘務服務收入(由其他鐵路管理機構使用)和貨運代理服務收入。

客運收入

客運收入指本集團主要透過其全資附屬公司Passenger Transportation提供客運服務的收入。

下表載列本集團於所示年度客運收入的明細：

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)
客運	89,866	88.4	94,003	85.1	110,746	85.7
客運的其他收入 ⁽¹⁾	11,816	11.6	16,520	14.9	18,504	14.3
合計	101,682	100.0	110,523	100.0	129,250	100.0

附註：

- (1) 包括行李運輸、旅客服務及行李和郵件運輸的收入，以及預訂、退票和組織銷售旅遊及其他票務服務的佣金。

財務資料

政府補助

政府補助金指本集團從政府收到的補貼，旨在支持本集團持續運營對社會意義重大的客運路線。

其他收入

本集團的其他收入來自銷售貨品及提供其他服務，主要包括裝卸服務、車輛保養、鐵路資產維修及保養，以及材料及廢金屬銷售。其他收入亦包括車廂的租賃收入、向客戶收取的罰款（主要與貨物運輸計劃下未履行的要求及違反合同有關），以及根據經營租賃協議租賃其他物業、廠房及設備的收入。

銷售成本

於往績記錄期間，本集團的銷售成本主要由下列項目組成：(i)本集團生產人員的僱員成本及福利（包括稅項、供款、未休假撥備、僱員福利開支及其他長期僱員福利）；(ii)柴油機車的燃料及潤滑油；(iii)幹線鐵路網及鐵路車輛的維修及保養；(iv)物業、廠房及設備、使用權資產及無形資產的折舊及攤銷；(v)用於電力機車的電力；及(vi)幹線鐵路網及鐵路車輛的生產性工作與服務。

下表載列本集團於所示年度按性質劃分的銷售成本明細：

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)
僱員成本及福利	622,859	41.6	716,650	44.2	838,976	43.6
燃料及潤滑油	219,739	14.7	195,945	12.1	265,916	13.8
維修及保養	229,398	15.3	234,961	14.5	242,842	12.6
折舊及攤銷	151,593	10.1	165,925	10.2	192,897	10.0
電力	64,980	4.3	90,967	5.6	139,014	7.2
材料及耗材	58,190	3.9	62,300	3.8	78,083	4.1
生產性質的工作及服務	77,113	5.1	71,246	4.4	76,540	4.0
其他	74,711	5.0	82,023	5.2	89,783	4.7
合計	<u>1,498,583</u>	<u>100.0</u>	<u>1,620,017</u>	<u>100.0</u>	<u>1,924,051</u>	<u>100.0</u>

毛利及毛利率

於2023年、2024年及2025年，本集團的毛利分別為435,512百萬堅戈、543,925百萬堅戈及833,032百萬堅戈。於2023年、2024年及2025年，本集團的毛利率分別為22.5%、25.1%及30.2%。

財務資料

一般及行政開支

於往績記錄期間，本集團的一般及行政開支主要包括：(i)為本集團行政人員提供的僱員開支及福利，包括稅項、供款、未休假撥備、僱員福利開支及其他長期僱員福利；(ii)物業稅及其他稅項(不包括社會稅及社會供款)；(iii)行政及辦公開支，主要包括舉辦慶典及文化活動的開支、會員費、公用事業費及樓宇維護費以及短期租賃開支；(iv)專業及其他第三方服務費，主要涉及諮詢、審計及法律服務以及管理公司就維護本公司及若干附屬公司行政樓宇所提供服務；及(v)其他開支，主要包括駐外代表開支及駐外代表處維護費、培訓成本、行政罰款、國家規費等。

下表載列本集團於所示年度的一般及行政開支明細：

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)
僱員成本及福利	67,761	63.6	78,985	61.5	94,735	65.0
物業稅及其他						
稅項，不包括						
社會稅及社會						
供款	7,853	7.4	17,942	14.0	15,458	10.6
行政及辦公開支	8,648	8.1	12,253	9.5	12,354	8.5
專業及第三方						
服務費	5,860	5.5	6,682	5.2	11,275	7.7
折舊及攤銷	4,698	4.4	4,446	3.5	3,189	2.2
其他	11,674	11.0	8,082	6.3	8,826	6.0
合計	106,494	100.0	128,390	100.0	145,837	100.0

財務收入

於往績記錄期間，本集團的財務收入主要包括：(i)未導致終止確認的債務負債修改影響，主要涉及歐洲債券到期日由2025年展期至2028年以及票息由2%上調至3%；(ii)現金及現金等價物利息收入；(iii)以公允價值計量且其變動計入當期損益的衍生金融工具利息收入；(iv)以公允價值計量且其變動計入當期損益的衍生金融工具公允價值變動；(v)本集團根據國家預算計劃發行債券所提供擔保而產生的擔保收入；及(vi)其他財務收入，主要包括包括發出擔保所產生的收入。本集團於2023年、2024年及2025年分別錄得財務收入為32,221百萬堅戈、52,955百萬堅戈及88,618百萬堅戈。

財務資料

財務費用

於往績記錄期間，本集團的財務費用主要包括(i)利息成本及因初始確認時按低於市場利率計量貸款而產生的貸款貼現迴轉；(ii)與租賃負債相關的租賃利息開支；(iii)員工福利義務的利息開支；(iv)以公允價值計量且其變動計入當期損益的衍生金融工具的公允價值變動；及(v)對沖工具無效部分的虧損。本集團於2023年、2024年及2025年分別錄得財務費用為208,365百萬堅戈、184,984百萬堅戈及245,844百萬堅戈。

外匯虧損

外匯虧損主要源自本集團以外幣計值的借款折算，該等借款主要以美元、瑞士法郎、歐元及俄羅斯盧布計值。於2023年、2024年及2025年，本集團分別錄得外匯虧損14,124百萬堅戈、69,620百萬堅戈及19,990百萬堅戈。

分佔聯營公司及合資企業利潤

分佔聯營公司及合資企業利潤代表本集團按比例分佔其聯營公司及合資企業採用權益法入賬的淨利潤或虧損。於2023年、2024年及2025年，本集團分別錄得分佔聯營公司及合資企業利潤8,144百萬堅戈、10,772百萬堅戈及1,634百萬堅戈。

非金融資產減值撥回／(減值)

於往績記錄期間，本集團非金融資產減值撥回主要與於聯營公司的投資相關，本集團非金融資產減值虧損主要與增值稅、物業、產房及設備以及預扣企業所得稅相關。於2023年，本集團錄得非金融資產減值撥回1,149百萬堅戈，並於2024年及2025年分別錄得非金融資產減值7,336百萬堅戈及11,480百萬堅戈。

所得稅開支

於2023年、2024年及2025年，本集團的所得稅開支分別為24,599百萬堅戈、62,724百萬堅戈及155,375百萬堅戈。

根據《稅法典》，本公司須按20%的法定企業所得稅稅率繳稅。於往績記錄期間，本集團並未享有任何稅務優惠待遇。於往績記錄期間及截至最後實際可行日期，本集團與任何稅務當局並無任何重大爭議。

有關經營業績的討論

截至2025年12月31日止年度與截至2024年12月31日止年度比較

收入及其他收益

2025年，收入及其他收益總額為2,757,083百萬堅戈，而2024年則為2,163,942百萬堅戈，增加27.4%。該項增加主要由於貨運收入增加587,639百萬堅戈(或31.3%)及客運收入增加18,727百萬堅戈(或16.9%)。

財務資料

貨運收入

2025年，貨運收入為2,463,197百萬堅戈，而2024年為1,875,558百萬堅戈，增加31.3%。該增加主要歸因於運輸量(貨運周轉量)增加及平均運價水平變動帶動的收入增加。

2025年，國際過境貨運收入為827,178百萬堅戈，而2024年為698,797百萬堅戈，增加18.4%。該增加主要歸因於計算過境運輸收入時瑞士法郎匯率變動產生的較高收益，以及運輸量(貨運周轉量)的增加。

2025年，國內貨運收入為687,325百萬堅戈，而2024年為507,501百萬堅戈，增加35.4%。該增加主要歸因於平均運價水平變動及運輸量(貨運周轉量)增加帶動的收入增長。

2025年，國際出口貨運收入為489,375百萬堅戈，而2024年為322,631百萬堅戈，增加51.7%。該增加主要歸因於平均運價水平變動及運輸量(貨運周轉量)增加帶動的收入增長。

2025年，國際進口貨運收入為276,243百萬堅戈，而2024年為194,279百萬堅戈，增加42.2%。該增加主要歸因於平均運價水平變動及運輸量(貨運周轉量)增加帶動的收入增長。

2025年，與貨運過程有關的附加費用為65,194百萬堅戈，而2024年為67,769百萬堅戈，減少3.8%。該減少主要是由於服務速度提高，導致附加服務的收費及罰款減少。

2025年，其他貨運收入為117,882百萬堅戈，而2024年為84,581百萬堅戈，增加39.4%。該增加主要是由於2025年提供的貨運代理及裝卸服務量較2024年有所增加。

客運收入

2025年，客運收入為129,250百萬堅戈，而2024年為110,523百萬堅戈，增加16.9%。該增加主要是由於受規管客運運價自2025年3月1日起上調7.0%，以及自2024年10月1日起上調19.9%。

政府補助

2025年，政府補助收入為43,275百萬堅戈，而2024年為41,124百萬堅戈，增加5.2%。按實際價值計算，在計及通貨膨脹後，政府支持水平與過往期間大致相若。

其他收入

2025年，其他收入為121,361百萬堅戈，而2024年為136,737百萬堅戈，減少11.2%。該減少主要是由於現行市場費率下降以及向第三方機構出租貨運車廂的數量減少。

財務資料

銷售成本

2025年，銷售成本為1,924,051百萬堅戈，較2024年1,620,017百萬堅戈增加18.8%。該項增加主要由於僱員成本及福利、燃料及潤滑油成本、維修及保養成本、折舊及攤銷、電力成本以及材料及供應品成本上升。

2025年，僱員成本及福利為838,976百萬堅戈，較2024年716,650百萬堅戈增加17.1%。該項增加主要由於低薪勞工薪金上調8.5%及其他類別人員薪金上調7%，並引入視乎行業服務年資而定分別為100,000堅戈、200,000堅戈及300,000堅戈一次性款項，以及生產人員勞動參與率獎金（按適用標準薪酬或正式薪金計算）由每月15%提高至20%，以及由每季度45%提高至60%。

2025年，燃料及潤滑油成本為265,916百萬堅戈，較2024年195,945百萬堅戈增加35.7%。該項增加主要由於運輸工作量增加（其與燃料成本直接相關），及實際加權平均價格上漲所致。

2025年，維修及保養成本為242,842百萬堅戈，較2024年234,961百萬堅戈增加3.4%。該項增加主要由於與國有通脹指數相關的市場狀況下，鐵路車輛（機車及車廂）保養服務價格上漲所致。

2025年，折舊及攤銷為192,897百萬堅戈，較2024年165,925百萬堅戈增加16.3%。該項增加主要由於新固定資產投入使用，主要包括鐵路軌道基礎設施及機車車輛，以及通過融資租賃協議收取的車廂。

2025年，電力成本為139,014百萬堅戈，較2024年90,967百萬堅戈增加52.8%。該項增加主要由於運輸工作量增加6.3%及加權平均價格上漲50.1%所致，而這是由於2025年較2024年運輸量增加。

2025年，材料及耗材成本為78,083百萬堅戈，較2024年62,300百萬堅戈增加25.3%。該項增加主要由於額外採購備件以作維修鐵路車輛用途所致，而這是由於2025年較2024年運輸量增加。

毛利及毛利率

基於上述原因，2025年，本集團毛利為833,032百萬堅戈，較2024年543,925百萬堅戈增加53.2%。本集團毛利率由2024年的25.1%上升至2025年的30.2%，主要由於收入增長所致，其中包括貨運量增加、過境運輸及集裝箱運輸增長、運價調整以及經營表現改善。

一般及行政開支

2025年，一般及行政開支為145,837百萬堅戈，較2024年128,390百萬堅戈增加13.6%。該項增加主要由於僱員開支及福利以及專業及其他第三方服務費增加，惟部分被物業稅與其他稅項（不包括社會稅及社會供款）以及折舊及攤銷減少所抵銷。

財務資料

2025年，僱員開支及福利為94,735百萬堅戈，較2024年78,985百萬堅戈增加19.9%。該項增加主要由於僱員薪金上調7%、2025年引入分別為100,000堅戈、200,000堅戈及300,000堅戈一次性款項(視乎行業服務年資而定)，以及向AMP一線僱員支付勞動參與率獎金(按適用標準薪酬或正式薪金計算)從每月15%增至20%，並從每季度45%增至60%所致。

2025年，專業及其他第三方服務費為11,275百萬堅戈，較2024年6,682百萬堅戈增加68.7%。該增加主要由於諮詢服務增加，以及通脹環境下公用事業及其他營運成本上升所致。

2025年，物業稅及其他稅項(社會稅及社會供款除外)為15,458百萬堅戈，較2024年17,942百萬堅戈減少13.8%。該項減少主要由於庫里克港免徵增值稅工作量減少所致。於2024年，產生大量免徵增值稅營業額大部分疏浚工作經已完成，而於2025年僅進行該性質剩餘工作。因此，免徵增值稅營業額於2025年有所減少，導致不可扣減增值稅金額相應減少。

財務收入

2025年，財務收入為88,618百萬堅戈，較2024年52,955百萬堅戈增加67.3%。該項增加主要由於未導致終止確認金融負債修改(即歐洲債券到期日由2025年展期至2028年以及票息由2%上調至3%)影響、計入損益的衍生金融工具公允價值變動，以及現金及現金等價物與已發出擔保利息收入增加所致。

財務費用

2025年，財務費用為245,844百萬堅戈，較2024年184,984百萬堅戈增加32.9%。該項增加主要由於(i)2025年對沖工具無效部分產生虧損較2024年增加；(ii)租賃利息開支增加，主要反映與工業發展基金股份公司就採購客貨運車廂訂立的租賃協議項下的租賃負債隨時間增加；及(iii)計入僱員福利義務的利息費用，部分被以公允價值計量且其變動計入當期損益的衍生金融工具的公允價值變動減少所抵銷。

外匯虧損

2025年，本集團錄得外匯虧損19,990百萬堅戈，而2024年則為69,620百萬堅戈，主要由於以貸款及債券為主的負債產生匯兌差額以及對沖操作影響所致。

分佔聯營公司及合資企業利潤

2025年，本集團錄得分佔聯營公司及合資企業利潤1,634百萬堅戈，較2024年10,772百萬堅戈減少84.8%。該項減少主要由於聯營公司Transtelecom JSC及UTLC ERA於2025年的利潤下降所致。

財務資料

非金融資產減值

2025年，非金融資產減值為11,480百萬堅戈，較2024年的7,336百萬堅戈增加56.5%。該增加主要是由於2025年就可退回增值稅計提減值4,781百萬堅戈及就在建工程資產計提減值3,532百萬堅戈所致。

稅前利潤

基於上述原因，2025年，稅前利潤為499,021百萬堅戈，而2024年則為223,529百萬堅戈。

所得稅開支

2025年，所得稅開支為155,375百萬堅戈，較2024年62,724百萬堅戈增加147.7%。該項增加主要由於即期所得稅開支及遞延所得稅開支增加所致。即期所得稅開支增加乃由於2025年應課稅利潤增加所致。2025年遞延所得稅開支增加的主要原因為固定資產及金融負債的應課稅暫時性差異增加。

年內利潤

基於上述所有原因，2025年，年內利潤為343,646百萬堅戈，而2024年利潤則為160,805百萬堅戈。

截至2024年12月31日止年度與截至2023年12月31日止年度比較

收入及其他收益

2024年，收入及其他收益總額2,163,942百萬堅戈，較截至2023年12月31日止年度1,934,095百萬堅戈增加11.9%。該項增加主要由於貨運收入增加193,008百萬堅戈或11.5%所致。

貨運收入

2024年，貨運收入為1,875,558百萬堅戈，較2023年1,682,550百萬堅戈增加11.5%。該項增加主要由於計算過境運輸收入時瑞士法郎匯率變動導致收益增加，以及平均運價水平變動所致。

2024年，國際過境貨運收入為698,797百萬堅戈，較2023年655,888百萬堅戈增加6.5%。該項增加主要由於貨運量增加4.3%以及影響過境收入計算瑞士法郎匯率變動所致。

2024年，國內貨運收入為507,501百萬堅戈，較2023年439,857百萬堅戈增加15.4%。該項增加主要由於貨運量增加1.9%以及平均運價水平變動導致收入增加所致。

2024年，國際出口貨運收入為322,631百萬堅戈，較2023年274,069百萬堅戈增加17.7%。該項增加主要由於平均運價水平變動所致。

財務資料

2024年，國際進口貨運收入為194,279百萬堅戈，較2023年185,758百萬堅戈增加4.6%。該項增加主要由於平均運價水平變動所致。

2024年，與運輸過程相關附加費為67,769百萬堅戈，較2023年60,675百萬堅戈增加11.7%。該項增加主要由於運輸量增加以及相關滯留費與罰款增加所致，該等費用及罰款乃因托運人違反運輸合同條款而產生。

2024年，其他貨運收入為84,581百萬堅戈，較2023年66,303百萬堅戈增加27.6%。該項增加主要由於貨物轉運服務收入增加所致，貨物轉運服務乃海港提供的服務之一，主要涉及將貨物從海運船舶轉運至鐵路運輸系統。

客運收入

2024年，客運收入為94,003百萬堅戈，較2023年89,866百萬堅戈增加4.6%。該項增加主要由於受規管客運運價自2024年1月1日起上調7.0%，並自2024年10月1日起上調19.9%所致，該等上調旨在覆蓋提供該等服務所產生的重大成本。

2024年，其他客運收入為16,520百萬堅戈，較2023年11,816百萬堅戈增加39.8%。該項增加主要由於自2024年起開始掛運第三方運營商行李車廂後，來自組織第三方行李車廂過境運輸的收入增加，以及銷售服務費較高的臥鋪套裝銷售收入的增加及客運量增加所致。

政府補助

2024年，政府補助收入為41,124百萬堅戈，較2023年38,912百萬堅戈增加5.7%。該項增加主要由於2024年期間所提供政府支持水平及分配變動所致，而該等政府支持有所增加，原因為Passenger Transportation通過參與哈薩克斯坦共和國交通部的競標，所中標的社會重要路線數量增加。

其他收入

2024年，其他收入為136,737百萬堅戈，較2023年110,951百萬堅戈增加23.2%。該項增加主要由於車廂租賃收入以及銷售貨品與提供其他服務(包括向第三方提供貨運車輛租賃服務)收入增加，惟部分被罰款收入減少所抵銷。

銷售成本

2024年，銷售成本為1,620,017百萬堅戈，較2023年1,498,583百萬堅戈增加8.1%。該項增加主要由於僱員成本及福利、電力成本及折舊與攤銷增加所致，部分被燃料及潤滑油成本下降所抵銷。

2024年，僱員成本及福利為716,650百萬堅戈，較2023年622,859百萬堅戈增加15.1%。該項增加主要由於薪金上調7%及勞動參與獎金增加10%所致，而該等增加乃由於哈薩克斯坦宏觀經

財務資料

濟變化所致，包括最低工資上調、最低薪資上調及通脹上升。

2024年，電力成本為90,967百萬堅戈，較2023年64,980百萬堅戈增加40.0%。該項增加主要歸因於加權平均電價上升 39.9%所致。

2024年，折舊及攤銷為165,925百萬堅戈，較2023年151,593百萬堅戈增加9.5%。該增加主要由於固定資產投入使用(主要包括機車車輛、鐵路軌道基礎設施及機械與設備)，以及接收融資租賃協議項下資產所致。

2024年，燃料及潤滑油成本為195,945百萬堅戈，較2023年219,739百萬堅戈減少10.8%。該項減少主要由於燃料市場價格下跌14.9%所致。

毛利及毛利率

基於上述原因，截至2024年12月31日止年度，本集團毛利為543,925百萬堅戈，較2023年435,512百萬堅戈增加24.9%。本集團毛利率由2023年的22.5%增至2024年的25.1%，主要由於收入增長所致，其中包括貨運量增加、過境及集裝箱運輸增長、運價調整以及經營表現改善。

一般及行政開支

2024年，一般及行政開支為128,390百萬堅戈，較2023年106,494百萬堅戈增加20.6%。該項增加主要由於僱員開支及福利以及房產稅及其他稅項(不包括社會稅及社會供款)增加所致，部分被其他開支下降所抵銷。

2024年，僱員開支及福利(包括稅項、供款及未休假撥備)為78,985百萬堅戈，較2023年67,761百萬堅戈增加16.6%。該項增加主要由於薪金上調7%以及勞動參與率獎金增加10%所致。

2024年，物業稅及其他稅項(不包括社會稅及社會供款)為17,942百萬堅戈，較2023年7,853百萬堅戈增加128.5%。該項增加主要由於企業所得稅於其產生日起計十年後撇銷、計提貸款利息所得稅，以及與向庫里克港法定資本轉讓資產相關增值稅調整所致。此外，2024年的增加主要是由於庫里克港與疏浚相關的工作量增加所致，其中大部分已於該期間內完成，導致免徵增值稅營業額大幅增加，進而導致不可抵扣增值稅金額相應增加。

2024年，其他開支為8,082百萬堅戈，較2023年11,674百萬堅戈減少30.8%。該項減少主要由於2023年確認與二級附屬公司Kazakhstan Carriage Building Company LLC停工相關成本，以及與樓宇認證、地塊登記及相關事項有關成本減少所致。

財務收入

2024年，財務收入為52,955百萬堅戈，較2023年32,221百萬堅戈增加64.3%。該項增加主要由於與發展幹線鐵路網及機車車輛而發債券票息補貼相關金融負債利率國家補貼收益大幅增加

財務資料

(較2023年增加25,799百萬堅戈)，部分被所有其他財務收入項目(其他財務收入除外)小幅減少所抵銷；而其他財務收入減少3,787百萬堅戈或64.5%，主要由於貸款折讓攤銷變動所致。

財務費用

2024年，財務費用為184,984百萬堅戈，較2023年208,365百萬堅戈減少11.2%。該項減少主要由於以公允價值計量且其變動計入當期損益的衍生金融工具公允價值變動，以及利息成本下降及貸款貼現回撥減少所致，部分被租賃利息開支增加所抵銷。

2024年，以公允價值計量且其變動計入當期損益的衍生金融工具公允價值變動為6,363百萬堅戈，較2023年35,182百萬堅戈減少81.9%。該減少主要由於遠期匯率變動所致。

2024年，利息成本及貸款貼現回撥為152,777百萬堅戈，較2023年161,945百萬堅戈減少5.7%。該項減少主要由於浮動利率貸款及債券基準利率下降所致。

2024年，租賃利息開支為19,502百萬堅戈，較2023年8,995百萬堅戈增加116.8%。該項增加主要由於本集團與工業發展基金股份公司就平車、客車車廂及敞車貨車車廂訂立額外租賃協議導致租賃負債增加所致。

外匯虧損

2024年，本集團錄得外匯虧損69,620百萬堅戈，較2023年外匯虧損14,124百萬堅戈增加392.9%，主要由於以貸款及債券為主的負債產生匯兌差額以及以外幣計值的債務增加所致。

分佔聯營公司及合資企業利潤

2024年，本集團錄得分佔聯營公司及合資企業利潤10,772百萬堅戈，較2023年8,144百萬堅戈增加32.3%。該項增加主要由於聯營機構Transtelecom JSC於2024年利潤增加所致。

非金融資產(減值)／減值撥回

2024年，非金融資產(減值)／減值撥回為虧損7,336百萬堅戈，而2023年則為減值撥回1,149百萬堅戈，反映負面變動8,485百萬堅戈或738.5%。該項惡化主要由於2024年對預付其他稅項計提減值4,229百萬堅戈，而2023年收回於聯營機構連雲港中哈國際物流有限公司投資減值撥備4,697百萬堅戈所致。

稅前利潤

基於上述所有原因，2024年，稅前利潤為223,529百萬堅戈，較2023年稅前利潤161,383百萬堅戈增加38.5%。

財務資料

所得稅開支

2024年，企業所得稅開支為62,724百萬堅戈，較2023年24,599百萬堅戈增加155.0%。該項增加主要由於遞延所得稅開支增加20,361百萬堅戈或116.7%，即期所得稅開支增加8,956百萬堅戈或148.9%，以及未確認遞延稅項資產（包括結轉稅項虧損）變動增加8,798百萬堅戈或645.5%所致。

年內利潤

基於上述原因，2024年，年內利潤為160,805百萬堅戈，而2023年利潤則為136,784百萬堅戈。

綜合財務狀況表所選項目的討論

下表載列本集團截至所示日期的綜合財務狀況表：

	2023年	於12月31日 2024年 (百萬堅戈)	2025年
資產			
非流動資產			
物業、廠房及設備	3,794,479	4,782,227	5,875,447
商譽	15,520	15,520	15,520
無形資產	13,824	11,250	11,022
於合資企業的投資	1,579	1,396	11,637
於聯營公司的投資	38,989	48,678	56,464
遞延稅項資產	60	21	312
其他非流動資產	690,159	647,483	1,136,788
非流動資產總值	4,554,610	5,506,575	7,107,190
流動資產			
現金及現金等價物	204,614	198,578	232,973
存貨	64,362	57,820	86,422
可收回增值稅	49,618	120,475	48,789
貿易應收款項	16,326	21,666	18,009
預付企業所得稅	3,535	7,899	8,219
客戶合同資產	1,153	336	1,071
其他流動資產	45,988	45,407	95,839
流動資產總值	385,596	452,181	491,322
資產總值	4,940,206	5,958,756	7,598,512

財務資料

	2023年	於12月31日 2024年 (百萬堅戈)	2025年
權益及負債			
權益			
股本	1,110,634	1,123,907	1,152,698
對沖儲備	—	(38,570)	(52,012)
外幣換算儲備	7,220	8,994	13,589
保留盈利	623,698	856,709	1,255,462
股東應佔權益	1,741,552	1,951,040	2,369,737
非控股權益	17,504	18,277	18,493
權益總額	1,759,056	1,969,317	2,388,230
非流動負債			
借款	1,763,432	1,840,423	2,697,359
遞延稅項負債	411,888	468,057	615,181
租賃負債	54,555	139,465	224,936
僱員福利負債	37,396	41,105	41,027
衍生金融工具	35,719	—	—
其他非流動負債	69,778	118,770	177,442
非流動負債總額	2,372,768	2,607,820	3,755,945
流動負債			
借款	354,115	812,965	488,658
貿易應付款項	200,969	231,351	525,770
客戶合同負債	115,868	133,170	149,196
租賃負債	16,951	35,517	45,146
衍生金融工具	—	32,697	91,496
其他應交稅費	13,961	15,694	16,083
僱員福利負債	7,608	7,598	8,167
其他流動負債	98,910	112,627	129,821
流動負債總額	808,382	1,381,619	1,454,337
負債總額	3,181,150	3,989,439	5,210,282
權益及負債總額	4,940,206	5,958,756	7,598,512

財務資料

物業、廠房及設備

本集團的物業、廠房及設備主要包括：(i)車輛；(ii)鐵路軌道基礎設施；(iii)樓宇及構築物；(iv)機器及設備；以及(v)在建工程。下表載列截至所示日期本集團的物業、廠房及設備的明細：

	於12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈)		
車輛	1,607,550	2,124,128	2,630,846
鐵路軌道基礎設施	1,415,744	1,536,109	2,047,392
樓宇及構築物	313,465	350,284	378,652
機器及設備	247,974	277,382	432,036
在建工程	195,375	479,344	364,973
土地	3,871	3,892	2,807
其他	10,500	11,088	18,741
合計	3,794,479	4,782,227	5,875,447

本集團的物業、廠房及設備由2023年12月31日的3,794,479百萬堅戈增加26.0%至2024年12月31日的4,782,227百萬堅戈，主要由於(i)購置車輛(包括內燃機車、電力機車以及客運及貨運車廂)；及(ii)增加在建工程及鐵路軌道基礎設施，主要用於多斯特克－莫因特鐵路運輸走廊現代化、達爾巴扎－馬克塔拉爾鐵路線建設以及繞行阿拉木圖站的繞行鐵路線。本集團的物業、廠房及設備由2024年12月31日的4,782,227百萬堅戈增加22.9%至2025年12月31日的5,875,447百萬堅戈，主要由於(i)購置車輛(包括內燃機車、電力機車以及客運及貨運車廂)；及(ii)歸屬於多斯特克－莫因特鐵路運輸走廊現代化、達爾巴扎－馬克塔拉爾及多斯特克－阿拉山口鐵路線建設以及繞行阿拉木圖站的繞行鐵路線所增加的鐵路軌道基礎設施。

於2023年、2024年及2025年12月31日，本集團賬面值分別主要為10,881百萬堅戈、95,258百萬堅戈及82,275百萬堅戈的物業、廠房及設備已用作特定借款的抵押品。於2024年及2025年12月31日，相關抵押品主要為2024年根據與歐亞開發銀行訂立的貸款協議而轉讓作抵押品的貨運機車。

於聯營公司及合資企業的投資

本集團於聯營公司及合資企業的投資為本集團於該等聯營公司及合資企業的淨資產權益。

本集團於聯營公司的投資由2023年12月31日的38,989百萬堅戈增加24.9%至2024年12月31日的48,678百萬堅戈，主要由於(i)來自Transtelecom JSC及UTLC ERA的股權收入增加及(ii)向Aktau International Container Hub LLP的註冊資本作出的現金出資。本集團於聯營公司的投資進一步增加16.0%，於2025年12月31日達56,464百萬堅戈，主要由於向Aktau International Container Hub LLP的註冊資本作出現金出資。

財務資料

本集團於合資企業的投資由截至2023年12月31日的1,579百萬堅戈，降至截至2024年12月31日的1,396百萬堅戈，主要由於合資企業KIF Warehouses LLP的投資出現減值。本集團對合資企業的投資由截至2024年12月31日的1,396百萬堅戈顯著增加至截至2025年12月31日的11,637百萬堅戈，主要由於向Private Company Kazakh-Chinese trade and logistics company (Almaty) Ltd)的法定股本注入資產及現金。

其他非流動資產

本集團的其他非流動資產包括(i)其他非金融資產總值，主要包括物業、廠房及設備已付墊款及可收回增值稅；及(ii)其他金融資產總值，主要包括受限制現金及向僱員提供的貸款。

本集團的其他非流動資產從2023年12月31日的690,159百萬堅戈減少6.2%至2024年12月31日的647,483百萬堅戈，主要由於物業、廠房及設備已付墊款有所減少，此乃因用於柴油機車供應的已付墊款減少所致，惟部分被可收回增值稅增加所抵銷。本集團的其他非流動資產由2024年12月31日的647,483百萬堅戈，增加75.6%至2025年12月31日的1,136,788百萬堅戈，主要由於(i)物業、廠房及設備已付墊款增加，主要用於鐵路建設、客運車廂供應及電力機車供應；及(ii)可收回增值稅增加。

存貨

本集團的存貨主要包括：(i)燃料及潤滑油；(ii)軌道結構材料；(iii)原料及其他材料；及(iv)備件。下表載列本集團於所示日期的存貨明細：

	2023年	於12月31日 2024年 (百萬堅戈)	2025年
燃料及潤滑油	20,028	13,553	30,827
軌道結構材料	18,786	15,648	26,862
原料及其他材料	13,452	15,454	13,825
備件	8,421	8,743	11,015
建築材料	1,559	1,453	1,128
其他	4,135	4,409	3,745
減：存貨撥備	(2,019)	(1,440)	(980)
合計	64,362	57,820	86,422

本集團的存貨由2023年12月31日的64,362百萬堅戈減少10.2%至2024年12月31日的57,820百萬堅戈，主要由於本集團實施存貨優化措施及存貨在日常業務過程中消耗。本集團的存貨由2024年12月31日的57,820百萬堅戈增加49.5%至2025年12月31日的86,422百萬堅戈，主要由於增加採購燃料及潤滑油、軌道結構材料及備件，以支持更頻繁的經營活動、基礎設施維護及鐵路車輛營運，以及通貨膨脹對存貨價值的影響所致。

財務資料

下表載列本集團於所示年度的存貨周轉天數：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
存貨周轉天數	13.3	13.8	13.7

附註：

- (1) 存貨周轉天數指相關年度年初及年末存貨結餘的平均值除以相關年度的銷售成本，再乘以365天。

根據本集團的會計政策，存貨按成本與可變現淨值兩者孰低者計值。於2023年、2024年及2025年12月31日，本集團基於對可變現淨值的評估，分別確認存貨準備2,019百萬堅戈、1,440百萬堅戈及980百萬堅戈。

截至2026年4月30日，本集團截至2025年12月31日的存貨中，15,486百萬堅戈或17.9%已獲動用。

應收款項

本集團的貿易應收款項主要由來自貨運和客運客戶的應收款項組成。下表載列本集團截至所示日期的貿易應收款項明細：

	2023年	於12月31日 2024年 (百萬堅戈)	2025年
其他貿易應收賬款	20,316	25,173	22,865
減：信貸虧損撥備	(3,964)	(3,507)	(4,856)
合計	<u>16,352</u>	<u>21,666</u>	<u>18,009</u>

本集團的貿易應收款項由截至2023年12月31日的16,352百萬堅戈增加32.5%至截至2024年12月31日的21,666百萬堅戈，然後於截至2025年12月31日進一步減少16.9%至18,009百萬堅戈，主要反映業務常規運作中的收費及收款時機。本集團通常會收取運輸服務的預付款，導致貿易應收款項餘額相對較低。

下表載列於所示日期按發票日期劃分的貿易應付款項賬齡分析：

	2023年	於12月31日 2024年 (百萬堅戈)	2025年
0-30天	9,991	18,683	9,619
31-90天	4,708	1,441	5,695
91-180天	1,262	1,049	2,291
181-365天	952	426	405
超過365天	69	67	2
合計	<u>16,352</u>	<u>21,666</u>	<u>18,009</u>

財務資料

下表載列本集團貿易應收款項於所示年份的周轉天數：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
貿易應收款周轉天數	4.0	3.8	3.2

附註：

- (1) 某一年度的貿易應收款項周轉天數等於相關年度的貿易應收款項總額期初及期末餘額的平均值除以相關年度的收入，再乘以365天。

根據本集團的會計政策，貿易應收款項的虧損撥備按金額等同整個存續期預期信貸虧損進行量度。截至2023年、2024年及2025年12月31日，本集團分別就貿易應收款項的預期信貸虧損確認撥備3,964百萬堅戈、3,507百萬堅戈及4,856百萬堅戈。

截至2026年4月30日，本集團截至2025年12月31日的貿易應收款項中，18,009百萬堅戈或100%已結清。

貿易應付賬款

本集團的貿易應付賬款包括(i)購置物業、廠房及設備的應付賬款；(ii)收到的存貨應付賬款；(iii)提供的服務應付賬款；及(iv)其他應付賬款。下表載列本集團截至所示日期的貿易應付賬款明細：

	於12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈)		
購置物業、廠房及設備的應付賬款	46,789	86,906	246,955
應付賬款－已收存貨	56,961	52,106	173,200
應付賬款－已提供服務	92,628	84,619	96,837
其他應付賬款	4,591	7,720	8,778
合計	<u>200,969</u>	<u>231,351</u>	<u>525,770</u>

本集團的貿易應付賬款由2023年12月31日的200,969百萬堅戈增加15.1%至2024年12月31日的231,351百萬堅戈，並進一步增加127.3%至2025年12月31日的525,770百萬堅戈，主要由於增加購置物業、廠房及設備和存貨，導致增加應付供應商款項。

財務資料

下表載列於所示日期按發票日期劃分的貿易應付款項賬齡分析：

	2023年	於12月31日 2024年 (百萬堅戈)	2025年
0–30天	157,159	209,240	376,893
31–90天	30,562	13,669	128,990
91–180天	5,973	4,546	1,180
181–365天	5,759	1,958	15,059
超過365天	1,516	1,938	6,226
合計	200,969	231,351	525,770

下表載列本集團於所示年份的貿易應付賬款周轉天數：

	2023年	截至12月31日止年度 2024年	2025年
貿易應付賬款周轉天數	38.7	48.7	71.8

附註：

- (1) 一年的貿易應付賬款周轉天數等於該年度貿易應付賬款期初及期末餘額的平均值，除以該年度的銷售成本，再乘以365天。

截至2026年4月30日，本集團截至2025年12月31日的貿易應付賬款中，約276,555百萬堅戈或52.6%已結清。

客戶合約負債

客戶合約負債主要包括：(i)尚未提供的運輸服務客戶合約預收款項；及(ii)與正在進行的運輸合約有關的遞延收入。

本集團的客戶合約負債由2023年12月31日的115,868百萬堅戈增加14.9%至2024年12月31日的133,170百萬堅戈，並進一步增加12.0%至2025年12月31日的149,196百萬堅戈，主要由於貨運營業額、運量及運價增加所致。

其他流動資產

本集團的其他流動資產主要包括：(i)預留企業所得稅；(ii)就服務支付的預付款項；(iii)其他預付稅款；(iv)與已消耗服務相關的遞延費用；及(v)受限現金及其他流動金融資產。

於2023年及2024年12月31日，本集團的其他流動資產保持相對穩定，分別為45,988百萬堅戈及45,407百萬堅戈，並增加111.1%至2025年12月31日的95,839百萬堅戈，主要由於2025年預扣企業所得稅由非流動資產重新分類為流動資產。

財務資料

可收回增值稅(流動部分)

本集團的可收回增值稅(流動部分)指本集團預期於下一個年度內由稅務當局退回或用作抵免未來應繳增值稅的部分。本集團提供國際運輸服務，無法向客戶徵收增值稅；因此，本集團只能向稅務當局申請收回增值稅。根據哈薩克斯坦稅法，在提交稅務申報表後，高達70%的應計應收增值稅可按季度從預算中獲得退稅。應計增值稅的剩餘部分須根據稅務審查結果在5年內予以退還。

本集團的可收回增值稅(流動部分)由2023年12月31日的49,618百萬堅戈增加142.8%至2024年12月31日的120,475百萬堅戈，主要原因是申報退稅且經稅務當局確認的增值稅金額增加，且本集團預期於12個月內收回。本集團的可收回增值稅(流動部分)由2024年12月31日的120,475百萬堅戈減少59.5%至2025年12月31日的48,789百萬堅戈，主要原因是稅務機關退還延遲增值稅，因此本集團將部分可收回增值稅從流動資產重新分類為非流動資產，預期收回時間超過12個月。

其他負債

本集團的其他負債主要包括：(i)其他非金融負債，包括遞延收入(政府補助)、強制性養老金供款、社會保險及醫療保險供款，以及預收款項；及(ii)其他金融負債，包括未使用假期、其他僱員福利、金融擔保協議負債、應付薪金及其他應付款項。

本集團的其他負債由2023年12月31日的168,688百萬堅戈增加37.2%至2024年12月31日的231,397百萬堅戈，主要由於與工業發展基金股份公司簽訂新租賃協議，根據該協議政府補貼部份利率，導致遞延收入(政府補助)增加。本集團的其他負債由2024年12月31日的231,397百萬堅戈增加32.8%至2025年12月31日的307,263百萬堅戈，主要由於(i)與工業發展基金股份公司簽訂新租賃協議，根據該協議政府補貼部份利率，導致遞延收入(政府補助)增加；及(ii)未使用假期及其他僱員福利增加。

遞延稅項負債

本集團的遞延所得稅負債主要源自(i)財務報告用途下物業、廠房及設備以及其他非流動資產的帳面值與相應的稅務基數之間的暫時差異；及(ii)股東提供的借款按低於市場利率計息所作的公允價值調整。

本集團於2023年、2024年及2025年12月31日分別計提遞延稅項負債淨額411,888百萬堅戈、468,057百萬堅戈及615,181百萬堅戈。

衍生金融工具

衍生金融工具指與法國興業銀行股份有限公司(法國)、花旗銀行倫敦分行及摩根大通證券有限公司(英國)進行的跨貨幣掉期交易，以管理美元計值借款的外匯風險敞口。

財務資料

本集團的衍生金融工具負債於2023年及2024年12月31日分別為35,719百萬堅戈及32,697百萬堅戈，保持相對穩定，並於2025年12月31日增加至91,496百萬堅戈，增幅為179.8%，主要反映市場條件及其他相關估值因素導致該等衍生金融工具的公允價值變化的結果。

流動資金及資本資源

概覽

本集團的業務營運(包括其鐵路網絡與相關基礎設施維護及維修，以及機車、鐵路車輛及其他類型物業、廠房及設備維護及維修)屬於資本密集型活動。本集團需要資金主要作營運資金用途，以履行其到期短期財務義務，並用於升級其鐵路網絡與相關基礎設施，以及擴充與維護其鐵路車輛及機車車隊。

經營現金流量、政府補助、信貸協議項下借款、Samruk-Kazyna貸款及注資以及發行債券，一直為本集團業務過往資本及流動資金來源，並預期於近期內將繼續作為本集團資本及流動資金來源。

本集團過往曾經歷流動資金不足以全額撥付其計劃資本開支情況，並具備能力通過控制資本開支管理其流動資金。舉例而言，於2015年堅戈貶值後，本集團大幅減少其資本開支(該等開支已無法再由經營現金流量或其他來源全額撥付)，並實施降低成本措施。

本集團以注資及優惠利率貸款形式獲得政府重大支持。

請參閱「風險因素－與本集團及其業務有關的營運風險－本集團鐵路及物流基礎設施維護、現代化及升級需要持續資金」及「風險因素－與本公司業務及所處行業有關的風險－本集團面臨流動性限制，並有大量流動負債淨額」。

財務資料

現金流量

下表載列有關所示年度綜合現金流量表主要項目的若干資料：

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈)		
經營活動所得現金淨額	306,318	336,597	746,797
投資活動所用現金淨額	(802,702)	(734,061)	(932,267)
融資活動所得現金流量淨額	434,271	393,367	228,039
現金及現金等價物增加／(減少)淨額	(62,113)	(4,097)	42,569
年初現金及現金等價物	267,032	204,614	198,578
匯率變動對以外幣計值的現金及現金等價物結餘的影響	(322)	(1,945)	(8,166)
預期信貸虧損撥備變動的影響	17	6	(8)
年末現金及現金等價物	204,614	198,578	232,973

經營活動所得現金淨額

於2025年，本集團營運活動所得現金流量淨額為746,797百萬堅戈，乃基於本集團該年度利潤343,646百萬堅戈，經下列調整後得出：(i)非現金及非營運項目，主要包括財務費用245,844百萬堅戈、折舊及攤銷196,219百萬堅戈、於損益內確認的所得稅開支155,375百萬堅戈，以及將現金流量對沖工具損失重新分類至該年度利潤80,781百萬堅戈，部分被財務收入88,618百萬堅戈所抵銷；(ii)營運資金變動，主要包括貿易應付賬款增加166,443百萬堅戈，部分被其他流動及非流動資產(包括長期增值稅可收回金額)增加133,114百萬堅戈、貿易應收賬款增加27,099百萬堅戈及存貨增加25,134百萬堅戈所抵銷；及(iii)支付利息222,376百萬堅戈及企業所得稅款20,603百萬堅戈，部分被收取利息30,866百萬堅戈所抵銷。本集團2025年經營活動所得現金淨額較2024年增加121.9%，主要得益於年內利潤增長和營運資本的有利變動，特別是貿易應付款項大幅增加。

於2024年，本集團營運活動所得現金流量淨額為336,597百萬堅戈，乃基於本集團該年度利潤160,805百萬堅戈，經下列調整後得出：(i)非現金及非營業項目，主要包括財務費用184,984百萬堅戈、折舊及攤銷170,516百萬堅戈、匯兌損失69,620百萬堅戈及於損益內確認的所得稅開支62,724百萬堅戈，部分被財務收入52,955百萬堅戈所抵銷；(ii)營運資金變動，主要包括其他流動

財務資料

及非流動資產(包括長期增值稅可收回金額)增加89,717百萬堅戈及貿易應收賬款增加31,033百萬堅戈，部分被其他負債及合同負債增加15,543百萬堅戈及存貨減少9,617百萬堅戈所抵銷；及(iii)支付利息188,409百萬堅戈及企業所得稅款18,015百萬堅戈，部分被收取利息21,001百萬堅戈所抵銷。

於2023年，本集團營運活動所得現金流量淨額為306,318百萬堅戈，乃基於本集團該年度利潤136,784百萬堅戈，經下列調整後得出：(i)非現金及非營業項目，主要包括財務費用208,365百萬堅戈、折舊及攤銷156,441百萬堅戈及於損益內確認的所得稅開支24,599百萬堅戈，部分被財務收入32,221百萬堅戈所抵銷；(ii)營運資金變動，主要包括應付賬款增加73,511百萬堅戈，部分被其他流動及非流動資產(包括長期增值稅可收回金額)增加99,338百萬堅戈、存貨增加16,618百萬堅戈及貿易應收賬款增加12,823百萬堅戈所抵銷；及(iii)支付利息150,226百萬堅戈及企業所得稅6,874百萬堅戈，部分被收取利息20,968百萬堅戈所抵銷。

投資活動所用現金淨額

2025年，本集團投資活動所用現金淨額為932,267百萬堅戈，主要歸因於購買物業、廠房及設備(包括就此已付的墊款)925,368百萬堅戈、於合資企業的股本出資7,143百萬堅戈以及於聯營公司及合資企業獲得投資6,211百萬堅戈，部分被自聯營公司收取股息4,693百萬堅戈所抵銷。

2024年，本集團投資活動所用現金淨額為734,061百萬堅戈，主要歸因於購買物業、廠房及設備(包括就此已付的墊款)741,695百萬堅戈，部分被自聯營公司收取股息4,419百萬堅戈以及償還已發放貸款3,731百萬貸款所抵銷。

2023年，本集團投資活動所用現金淨額為802,702百萬堅戈，主要歸因於購買物業、廠房及設備(包括就此已付的墊款)811,830百萬堅戈以及於聯營公司及合資企業獲得投資5,201百萬堅戈，部分被出售附屬公司所得款項淨額11,948百萬堅戈所抵銷。

融資活動所得現金淨額

2025年，本集團融資活動所得現金流量淨額為228,039百萬堅戈，主要歸因於借款所得款項908,235百萬堅戈，部分被償還借款648,674百萬堅戈、償還租賃負債18,072百萬堅戈及轉移至受限制現金14,368百萬堅戈所抵銷。

2024年，本集團融資活動所得現金流量淨額為393,367百萬堅戈，主要歸因於借款所得款項879,762百萬堅戈及股本出資13,273百萬堅戈，部分被償還借款480,532百萬堅戈及償還租賃負債11,358百萬堅戈所抵銷。

2023年，本集團融資活動所得現金流量淨額為434,271百萬堅戈，主要歸因於借款所得款項808,731百萬堅戈及股本出資24,310百萬堅戈，部分被償還借款367,320百萬堅戈及償還租賃負債21,690百萬堅戈所抵銷。

2023年至2025年期間融資活動所得現金流量淨額下降的主要原因是償還借款額度增加。

流動資產及流動負債

下表載列於所示日期本集團流動資產及負債的明細：

財務資料

	2023年	於12月31日 2024年	2025年	於4月30日 2026年 (未經審計)
		(百萬堅戈)		
流動資產				
現金及現金等價物	204,614	198,578	232,973	641,189
存貨	64,362	57,820	86,422	117,465
可收回增值稅	49,618	120,475	48,789	24,203
貿易應收款項	16,326	21,666	18,009	24,232
預付企業所得稅	3,535	7,899	8,219	8,684
與客戶訂立合約項下的資產	1,153	336	1,071	1,588
其他流動資產	45,988	45,407	95,839	107,761
流動資產總值	385,596	452,181	491,322	925,122
流動負債				
借款	354,115	812,965	488,658	591,120
貿易應付賬款	200,969	231,351	525,770	435,041
與客戶訂立合約項下的負債	115,868	133,170	149,196	132,856
租賃負債	16,951	35,517	45,146	53,597
衍生金融工具	—	32,697	91,496	94,850
其他應交稅費	13,961	15,694	16,083	47,357
僱員福利責任	7,608	7,598	8,167	8,167
其他流動負債	98,910	112,627	129,821	173,287
流動負債總額	808,382	1,381,619	1,454,337	1,536,275
流動負債淨額	422,786	929,438	963,015	611,153

本集團的流動負債淨額由2025年12月31日的963,015百萬堅戈減少36.5%至2026年4月30日的611,153百萬堅戈，主要是由於現金及現金等價物增加408,216百萬堅戈，主要歸因於2026年4月收取發行票據的所得款項。

本集團的流動負債淨額由2024年12月31日的929,438百萬堅戈增加3.6%至2025年12月31日的963,015百萬堅戈，主要歸因於(i)應付貿易賬款增加294,419百萬堅戈；及(ii)衍生金融工具增加58,799百萬堅戈，部分被(i)借款減少324,307百萬堅戈；(ii)其他流動資產增加50,432百萬堅戈；(iii)現金及現金等價物增加34,395百萬堅戈；及(iv)存貨增加28,602百萬堅戈所抵銷。

本集團的流動負債淨額由2023年12月31日的422,786百萬堅戈增加119.8%至2024年12月31日的929,438百萬堅戈，主要由於(i)借款增加458,850百萬堅戈；(ii)確認衍生金融工具32,697百萬堅戈；及(iii)貿易應付賬款增加30,382百萬堅戈，部分被可收回增值稅增加70,857百萬堅戈所抵

財務資料

銷。此外，流動負債的組成受到Samruk-Kazyna持有的債券合約即將到期的影響，這些債券總本金金額為8.83億美元，原本預計於2025年10月28日到期。於2025年，各方達成協議，將這些債券的到期日展期至2028年以及票息由2%上調至3%。

本集團的綜合財務報表按持續經營基準編製。持續經營假設在可見未來(涵蓋報告日期後至少12個月)的正常業務過程中出售資產及清償負債。於2023年、2024年及2025年12月31日，本集團的流動負債分別超過其流動資產422,786百萬堅戈、929,438百萬堅戈及963,015百萬堅戈。

於2023年、2024年及2025年12月31日，本集團流動負債包括於報告日期後十二個月內到期的借款，分別為354,115百萬堅戈、812,965百萬堅戈及488,658百萬堅戈。截至2023年、2024年及2025年12月31日止年度的利潤分別為136,784百萬堅戈、160,805百萬堅戈及343,646百萬堅戈，經營活動現金流入則分別為306,318百萬堅戈、336,597百萬堅戈及746,797百萬堅戈。

本集團管理層已評估本集團的現金需求及其預期償債和發展計劃。過去，除經營活動所得現金外，本集團利用來自政府的資金及借款為主要投資項目提供資金。為實現哈薩克斯坦的過境運輸潛力，本集團繼續採取措施以吸引更多的過境交通流量，並擴大其在多式聯運市場的影響力。本集團管理層已與投資者就於2026年期間到期的借款再融資進行討論。討論達成積極決定的可能性頗高。

於評估持續經營狀況時，管理層亦考慮本集團的財務狀況、預期未來表現及經營所得現金流量、運價增長、借款、可用信貸額度、資本開支承諾、匯率以及本集團面臨的其他風險。此外，Samruk-Kazyna預期並有能力於可見未來向本集團提供持續不斷的財務及運營支持。

於2025年12月31日，本集團可用信貸額度的未提取結餘總額為259,680百萬堅戈。於2025年12月31日，本集團的部分負債為來自Samruk-Kazyna的貸款，金額為975,160百萬堅戈，其中流動部分金額為37,630百萬堅戈。根據過往經驗，本集團管理層相信，其將能夠於必要時與Samruk-Kazyna協商其應付款項付款條款的變更。於完成相關分析及管理層可採取的緩解措施以改善本集團的持續經營及流動資金狀況後，管理層認為本集團擁有充分資源，足以維持持續經營並償付其負債，且按持續經營基準編製2025年財務報表乃屬適當。

2026年3月2日，本公司收到Samruk-Kazyna來函，確認其有意在可預見的未來以及自2025年綜合財務報表獲批之日起至少12個月內，繼續向本公司提供財務和運營支持。請參閱本文件「風險因素－與本公司業務及所處行業有關的風險－本集團倚賴政府及Samruk-Kazyna提供持續財務支持，惟該等支持並非強制性，可能被延遲、暫停、取消、削減或中斷」及「風險因素－與本公司業務及所處行業有關的風險－本集團面臨流動性限制，並有大量流動負債淨額」。

財務資料

債項及財務擔保協議負債

下表載列本集團於所示日期的債項及財務擔保協議負債明細：

	於12月31日			於4月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(百萬堅戈)			(未經審計)
借款	2,117,547	2,653,388	3,186,017	3,784,550
租賃負債	71,506	174,982	270,082	308,317
債項總額	2,189,053	2,828,370	3,456,099	4,092,867
財務擔保協議負債	28,536	27,449	24,545	23,176
債項及財務擔保協議負債總額	2,217,589	2,855,819	3,480,644	4,116,043

借款

本集團的主要借款來源是來自哈薩克及外國銀行的銀行貸款以及債務證券。下表載列本集團於所示日期的未償還借款：

	於12月31日			於4月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
	(百萬堅戈)			(未經審計)
非流動部分				
長期銀行借款	646,557	908,653	1,419,829	1,485,140
股東貸款	83,396	111,430	100,413	101,527
債務證券	390,000	390,000	340,000	798,593
來自股東的債務證券	643,479	430,340	837,117	808,170
小計	1,763,432	1,840,423	2,697,359	3,193,430
流動部分				
短期銀行借款	89,937	338,257	387,329	360,860
股東貸款	32,100	3,156	2,214	1,943
債務證券	222,438	13,903	63,699	59,007
來自股東的債務證券	9,640	457,649	35,416	169,310
小計	354,115	812,965	488,658	591,120
合計	2,117,547	2,653,388	3,186,017	3,784,550

財務資料

本集團經借入短期貸款，為其日常營運提供資金。於2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年4月30日，本集團的短期借款分別為354,115百萬堅戈、812,965百萬堅戈、488,658百萬堅戈及591,120百萬堅戈。

本集團的借款由2023年12月31日的2,117,547百萬堅戈增加25.3%至2024年12月31日的2,653,388百萬堅戈，並進一步增加20.1%至2025年12月31日的3,186,017百萬堅戈，主要由於為本集團投資項目提供資金而獲取的新貸款，包括基礎設施開發項目及鐵路車輛收購。本集團的借款由2025年12月31日的3,186,017百萬堅戈增加18.8%至2026年4月30日的3,784,550百萬堅戈，主要由於為本集團投資項目提供資金而發行的票據，包括基礎設施開發項目及鐵路車輛收購。

本集團於所示日期按攤銷成本列賬的借款(包括應計利息)構成如下：

	2023年		於12月31日 2024年		2025年		於4月30日 2026年(未經審計)	
	金額	加權平均 實際利率	金額	加權平均 實際利率	金額	加權平均 實際利率	金額	加權平均 實際利率
	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)	(百萬堅戈)	(%)
固定利率借款								
已獲取貸款	333,852		475,243		378,916		418,351	
—以堅戈計價	223,035	8.69	285,231	10.88	245,854	11.58	289,845	11.0
—以俄羅斯盧布計價	51,206	5.94	79,276	9.02	92,153	8.04	91,848	7.81
—以歐元計價	59,611	5.31	51,253	5.85	40,909	6.75	36,658	6.11%
—以瑞士法郎計價	—	—	59,483	3.40	—	—	—	—
已發行債務證券	1,079,764		1,207,802		1,192,346		1,627,950	
—以堅戈計價	707,590	11.41	759,017	11.78	783,334	12.16	792,896	12.67
—以美元計價	372,174	6.43	448,785	6.42	409,012	6.52	835,053	5.80
浮動利率借款								
已獲取貸款	518,138		886,253		1,530,869		1,531,119	
—以堅戈計價	122,925	18.83	40,232	19.24	—	—	—	—
—以瑞士法郎計價	256,070	3.55	628,339	3.04	1,126,780	2.37	1,078,047	1.61
—以歐元計價	139,143	5.32	217,682	7.34	371,351	5.90	372,564	4.42
—以人民幣計價	—	—	—	—	32,738	5.61	80,508	4.05
已發行債務證券	185,793		84,090		83,886		207,131	
—以堅戈計價	185,793	19.02	84,090	14.78	83,886	13.63	55,710	11.42
—以人民幣計價	—	—	—	—	—	—	151,421	4.20
借款的即期部分	354,115		812,965		488,658		3,784,550	
借款的非即期部分	1,763,432		1,840,423		2,697,359		591,120	
合計	2,117,547		2,653,388		3,186,017		3,193,430	

財務資料

下表載列本集團於所示日期的未償還債務證券：

	償還日期	交易所	2023年	於12月31日 2024年 (百萬堅戈)	2025年	於4月30日 2026年 (未經審計)
債務證券，按價格⁽¹⁾						
3%美元計價歐元債券(平價發行) ⁽²⁾	2028年10月28日	哈薩克斯坦證券交易所	372,174	448,785	409,012	376,460
11.5%堅戈計價債券(平價發行)	2034年10月3日	哈薩克斯坦證券交易所	308,433	308,433	308,433	302,683
4.875%美元計價票據 (按面值的99,453%發行)	2031年4月29日	倫敦證券交易所、 阿斯塔納國際交易所及 哈薩克斯坦證券交易所	-	-	-	229,771
5.25%美元計價票據 (按面值的99,043%發行)	2036年4月29日	倫敦證券交易所、 阿斯塔納國際交易所及 哈薩克斯坦證券交易所	-	-	-	228,822
一年期LPR+1.2%人民幣計價債券 (平價發行)	2028年12月15日	阿斯塔納國際交易所	-	-	-	151,421
8.74%堅戈計價債券(平價發行)	2043年6月12日	哈薩克斯坦證券交易所	136,146	136,717	137,356	142,627
9.25%堅戈計價債券(平價發行)	2044年6月24日	哈薩克斯坦證券交易所	-	114,750	115,316	120,532
7.37%堅戈計價債券(平價發行)	2042年12月30日	哈薩克斯坦證券交易所	100,855	101,717	96,698	101,012
11.42%(通脹率+2.52%)堅戈計價 債券(平價發行)	2026年4月25日	哈薩克斯坦證券交易所	56,302	54,090	53,886	55,710
11.5%堅戈計價債券(平價發行)	2034年9月12日	哈薩克斯坦證券交易所	41,380	41,380	41,380	40,613
18.75%(哈薩克斯坦國家銀行基準 利率+ 0.75%)堅戈計價債券 (平價發行)	2026年1月30日	阿斯塔納國際交易所	-	30,000	30,000	-
9.37%堅戈計價債券(平價發行)	2045年12月11日	哈薩克斯坦證券交易所	-	-	26,329	27,688
11%堅戈計價債券(平價發行)	2027年7月23日	哈薩克斯坦證券交易所	26,184	26,184	26,184	25,726
2%堅戈計價債券(平價發行)	2034年8月20日	哈薩克斯坦證券交易所	17,761	18,947	20,271	20,611
1.8%堅戈計價債券(平價發行)	2044年7月10日	阿斯塔納國際交易所	-	10,889	11,367	11,404
19.96%(6個月TONIA複利+3%利差) 堅戈計價債券(平價發行)	2024年7月22日	哈薩克斯坦證券交易所	129,491	-	-	-
9.25%堅戈計價債券(平價發行)	2024年11月15日	哈薩克斯坦證券交易所	76,831	-	-	-
已發行債務證券總額			1,265,557	1,291,892	1,276,232	1,835,081
已發行債務證券的流動部分			232,078	471,552	99,115	228,317
已發行債務證券的非流動部分			1,033,479	820,340	1,177,117	1,606,764
合計			1,265,557	1,291,893	1,276,232	1,835,081

附註：

- (1) 括弧內的百分比代表發行債券／歐洲債券／票據相對於面值的成本(溢價／折價或按面值)
- (2) 於2025年，已達成協議將該等債券的到期日延長至2028年，並將票面利率由2%改為3%。

本集團收取政府提供的利率補貼。於2020年5月，本公司與哈薩克斯坦工業及建設部訂立協議，據此，該部門就2019年發行的票面利率為11.5%的債券補貼部分票息利率。補貼總額為307,194百萬堅戈。該等債券所得款項用於償還2017年發行的780百萬美元歐洲債券，而該等歐洲債券曾用於資助基礎設施現代化及機車車輛升級。該補貼乃根據共和國預算計劃「就為發展主要鐵路網絡及鐵路運輸機車車輛而發行的承運人債券的票面利率提供補貼」(「該計劃」)提供。由於根據《鐵路運輸法》，該計劃適用於所有承運人，本集團將該融資作為政府補助入賬，並於財務收入內確認。於2024年，本集團確認該計劃項下政府補貼收入22,300百萬堅戈。

財務資料

截至2026年4月30日，本集團未動用的銀行融通為1,750億堅戈／150百萬瑞士法郎。

租賃負債

本集團的租賃負債主要指自與工業發展基金股份公司就採購鐵路車輛(包括平車、客車車廂、電力列車及敞車貨車車廂)訂立的金融租賃協議及與Transtelecom JSC就通信通道訂立的租賃協議產生的負債。

下表載列本集團於所示日期的租賃負債：

	於12月31日			於4月30日
	2023年	2024年	2025年	2026年
				(未經審計)
	(百萬堅戈)			
非流動部分	54,555	139,465	224,936	254,719
流動部分	16,951	35,517	45,146	53,597
合計	71,506	174,982	270,082	308,316

本集團的租賃負債由2023年12月31日的71,506百萬堅戈增加144.7%至2024年12月31日的174,982百萬堅戈，並進一步增加54.3%至2025年12月31日的270,082百萬堅戈，主要因為本集團與工業發展基金股份公司就鐵路車輛(包括平車、客車車廂及敞車貨車車廂)額外訂立租賃協議。本集團的租賃負債由2025年12月31日的270,082百萬堅戈增加14.2%至2026年4月30日的308,316百萬堅戈，主要由於本集團與工業發展基金股份公司訂立新租賃協議。

財務擔保協議負債

本集團已就Nursultan Nazarbayev International Airport JSC、Aktobe Rail and Section Mill Plant LLP所取得的銀行貸款向銀行提供財務擔保，並已確認財務擔保協議下的義務。於2023年、2024年及2025年12月31日及2026年4月30日，本集團於財務擔保項下的負債分別為28,536百萬堅戈、27,449百萬堅戈、24,545百萬堅戈及23,176百萬堅戈。

本集團有義務遵守其融資安排中所載的各項肯定性及否定性契約以及限制性條款。詳情請參閱本節「合約義務—若干規定、條款及契約豁免」以及本文件附錄一所載綜合財務報表附註14、15及27。

除上文所披露者外，截至2026年4月30日，本集團並無任何重大按揭、押記、債權證、借貸資本、債務證券、貸款、銀行透支或其他相似負債、融資租賃或租購承諾、承兌負債(正常貿易匯票除外)、承兌信貸(不論屬有擔保、無擔保、有抵押或無抵押)，或擔保或其他或有負債。

財務資料

除上文所披露者外，董事確認於其任何未償債務項下概無任何重大契約，且於往績記錄期間及截至最後實際可行日期概無任何契約遭違反。董事進一步確認，本集團於往績記錄期間及直至本文件日期，在取得銀行貸款及其他借款方面並未遇到任何困難、亦無拖欠貿易及非貿易應付款項、銀行貸款及其他借款或違反契諾的情況。

或有負債

除上文及本文件附錄一所載綜合財務報表附註27所披露者外，於2023年、2024年及2025年12月31日以及直至最後實際可行日期，本集團並無任何重大或有負債。

資本開支及資本承擔

資本開支

下表載列有關本集團於所示期間按分部劃分總資本開支(包括通過業務合併進行收購)的若干資料。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈)		
貨運	628,238	1,006,018	1,239,973
客運	76,151	110,003	37,323
其他	540	54,217	2,355
資本開支總額	704,929	1,170,238	1,279,651

本集團主要資本開支涉及建設新鐵路線、鐵路大修、建設廠房，以及購置與大修機車、貨車及客車。本集團投資計劃優先考慮基礎設施發展，使本集團鐵路網絡進一步符合國際標準及要求。

2025年，本集團最重大資本開支包括：多斯特克－莫因特鐵路運輸走廊及阿騰寇里－熱特根鐵路段現代化改造；建設達爾巴扎－馬克塔拉爾、莫因特－克孜勒扎爾及巴克圖－阿亞古茲鐵路線；建設多斯特克－阿拉山口鐵路段第二軌道；建設繞過阿拉木圖車站繞行鐵路線；建設列車自動控制系統；與工業發展基金股份公司訂立租賃協議項下負債；鐵路軌道大修；以及購置設備、長鋼軌、貨運及客運電力機車、貨運及客運內燃機車與客運車廂。

2024年，本集團最重大資本開支包括：多斯特克－莫因特鐵路運輸走廊現代化改造；建設達爾巴扎－馬克塔拉爾鐵路線；建設繞過阿拉木圖車站繞行鐵路線；鐵路軌道大修；以及購買設備(包括長鋼軌、貨運及客運電力機車、貨運及客運內燃機車與客運車廂)。

財務資料

2023年，本集團最重大資本開支包括：多斯特克－莫因特鐵路運輸走廊現代化改造；鐵路軌道及車廂大修；以及購買設備（包括貨運及客運電力機車、貨運及客運內燃機車與客運車廂）。

本集團於往績記錄期間主要通過經營活動所得現金流量、信貸協議項下借款、Samruk-Kazyna提供貸款以及發行債券為其資本開支提供資金。本集團擬以經營所得現金、股權及債務融資以及[編纂]為其未來資本開支提供資金。

資本承擔

本集團錄得主要與基礎設施開發項目及鐵路車輛更新相關的大額投資負債。該等負債包括多斯特克－莫因特鐵路運輸走廊及阿騰寇里－熱特根鐵路段現代化改造；達爾巴扎－馬克塔拉爾、莫因特－克孜勒扎爾及巴克圖－阿亞古茲鐵路線建設；多斯特克－阿拉山口鐵路段第二軌道建設；以及繞過阿拉木圖車站繞行鐵路線建設。本集團投資負債亦包括自動列車控制系統建設、與工業發展基金股份公司訂立的租賃協議項下負債、鐵路軌道大修，以及購置設備、長鋼軌、貨運及客運電力機車、平板車廂、貨運及客運內燃機車與客運車廂。於2023年、2024年及2025年12月31日，該等投資負債總額分別為1,867,649百萬堅戈、2,427,217百萬堅戈及4,681,921百萬堅戈（未計稅項）。

合約義務

若干規定、條款及契約豁免

與本集團借款相關貸款及擔保協議，以及本集團內實體發行現有債務證券及相關擔保，要求本公司、其擔保人及其他本集團附屬公司於各自業務營運中遵守若干積極及消極契諾。儘管各項貸款及擔保協議具體規定各異，惟通常要求受協議約束本集團成員公司採取或避免採取貸款或擔保協議所規定若干行動。該等規定要求受協議約束本集團成員公司於對各自業務範圍或性質實施任何重大變更前，必須獲得相關貸款人事先書面同意。此外，於受影響本集團成員公司進行任何合併、綜合或重組前、對資產設定產權負擔前，以及進行超過規定價值或對相關本集團實體開展業務至關重要財產若干出售、轉讓及處置前，通常須獲貸款人同意，惟部分協議包含根據發展戰略進行重組或資產轉讓例外情況。對核心鐵路網絡、貨運車廂或機車任何處置通常須獲若干貸款人同意。受一項或多項協議或擔保限制其他交易包括產生超過相關貸款協議或擔保規定金額資本開支，以及於未經貸款人事先批准情況下產生額外債務或為第三方債務提供擔保。本集團大部分貸款及擔保安排亦包含交叉違約條款。

除對本集團成員公司開展業務施加積極及消極義務外，現有貸款及擔保協議亦要求受協議約束本集團公司於特定日期維持或定期滿足若干財務測試。

財務資料

在該等契諾下，最常適用的測試要求本集團維持不低於1.5:1的利息保障比率（計算方法為：相關計算日前12個月的EBITDA除以該期間內到期或應計的總金融債務的利息支付額），以及不超過6.5:1的總債務與EBITDA比率（其計算方式為：相關計算日前12個月的總債務除以該期間的EBITDA）。

另外，Samruk-Kazyna發佈「債務與財務穩定性管理政策」設定以下關鍵財務穩定性比率：(i) 債務對EBITDA（定義見「債務與財務穩定性管理政策」）比率小於或等於4.0；(ii) EBITDA（定義見「債務與財務穩定性管理政策」）對利息開支比率大於或等於3.50；及(iii) 債務對權益比率小於或等於1.4。

於2026年4月發行的票據亦包含對本集團施加若干限制的契約，其中包括（除其他外）對業務變更、財產處置限制、對與其他法人實體進行合併及綜合限制，以及交叉違約規定。

在管理其融資安排的正常過程中，本集團可在必要時與貸款人接洽，就任何可能違反適用契諾（包括財務契諾）的情況尋求豁免，或就受相關貸款協議或其他融資文件限制的行動尋求同意或事先批准。例如，根據限制產生新債務的契諾條款，本集團就發行票據向部分貸款人尋求並獲得了同意。

然而，無法保證本集團將能夠遵守其貸款及擔保協議所載契約及限制，且倘未能遵守，亦無法保證其將能夠就未來可能不時或重複需要預計違約情況延長或獲得新修訂或豁免。倘本集團未能延長或獲得任何所需修訂或豁免，相關本集團借款人將違反適用貸款或擔保協議。此外，任何該等違約可能會觸發本集團融資協議中交叉違約條款，且任何該等違約將允許本集團貸款人及其他債權人要求加速償還本集團部分或全部債務，此繼而可能要求本集團重組或對其未償還債務進行再融資。亦無法保證本集團將能夠完成任何該等所需重組或再融資。上述任何情況均可能對本集團業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

請參閱「風險因素－與本公司業務及所處行業有關的風險－本集團面臨流動性限制，並有大量流動負債淨額」。

集團財務政策

作為管理外幣風險的一部分，本集團管理層在可行的情況下，尋求將未來現金流入的貨幣與將予結算的負債的貨幣相匹配。此方法的目的是通過調整現金流入和流出的貨幣，降低本集團財務業績和現金流對匯率波動的敏感度。

考慮到本集團國際過境的預測收入有很大一部分以瑞士法郎計價，本集團使用融資工具及其他風險管理機制，以將相應的瑞士法郎現金流入與以相同貨幣計價的負債相匹配。此方法是本集團降低外幣風險戰略的基本要素。

財務資料

除上述方法外，在適當的情況下且符合《國際財務報告準則》所定標準時，本集團於綜合財務報表中對若干對沖關係應用對沖會計。具體而言，為降低因瑞士法郎兌堅戈匯率變動而產生的貨幣風險，本集團採取兩項對沖策略。

展望未來，本集團擬從國際金融市場為其投資項目籌集更長期的融資。傳統上，與哈薩克斯坦金融市場相比，該等市場提供的利率較低。本集團亦預期將繼續與國際金融機構(如世界銀行集團、亞洲基礎設施投資銀行、歐洲復興開發銀行、亞洲開發銀行及各進出口機構(如美國進出口銀行、法國國家投資銀行及中國信保))合作。

本公司正致力降低成本及提高效率，增加其最盈利分部(即過境運輸)的貨運量，並提高運輸運價。

本公司為Samruk-Kazyna旗下投資組合公司，須遵守Samruk-Kazyna的股息政策(「**Samruk股息政策**」)，該政策規管其投資組合公司的股息派發。依據該政策，股息以自由現金流(「**自由現金流**」)基準計算，應作為股息派發的自由現金流比例，按相關投資組合公司的財務表現釐定。

應派發股息的金額將視乎每家公司的發展階段，以及根據財務穩定性指標所評估的財務及經濟狀況個別釐定。符合財務穩定比率目標值的公司，須將其自由現金流的50%至100%作為股息派發。符合財務穩定比率閾值，但未達目標值的公司，則須派發自由現金流的50%。若財務穩定比率未達閾值，則派息比例為自由現金流的20%至50%，剩餘自由現金流部分須用於償還公司負債，以將財務穩定性指標調整至目標水平。Samruk-Kazyna亦可權酌情決定某投資組合公司無須派發股息。

就Samruk股息政策而言，自由現金流指可供用作以股息形式分派的綜合經營現金流量，按報告期內經營活動所得現金流量淨額，加上應收合資企業及聯營公司股息，減物業、廠房及設備與無形資產的維護資本開支計算。Samruk股息政策旨在平衡Samruk-Kazyna及其投資組合公司的權益，提升股息釐定的可預測性及透明度，維持Samruk-Kazyna與其投資組合公司的財務穩定性，並保留投資組合公司為自身發展及投資活動提供資金的能力。

財務資料

主要財務比率

下表載列本集團於所示年份及日期的經選定財務指標。

	截至12月31日止年度／於12月31日		
	2023年	2024年	2025年
毛利率 ⁽¹⁾	22.5%	25.1%	30.2%
淨利率 ⁽²⁾	7.1%	7.4%	12.5%
流動比率 ⁽³⁾	0.5	0.3	0.3
債務資產比率 ⁽⁴⁾	64.4%	67.0%	68.6%

附註：

- (1) 毛利率的計算方式為毛利除以收入及其他收益，再乘以100%。
- (2) 淨利率的計算方式為年度利潤除以收入及其他收益，再乘以100%。
- (3) 流動比率的計算方式為截至年末的流動資產除以流動負債。
- (4) 債務資產比率以百分比表示，計算方式為截至年末的負債總額除以資產總值，再乘以100%。

非《國際財務報告準則》計量指標

為補充本公司按《國際財務報告準則會計準則》呈列的綜合財務報表，本公司採用以下計量指標作為額外財務計量指標，該等計量指標並非《國際財務報告準則會計準則》所規定或按《國際財務報告準則會計準則》編製及呈列：

非《國際財務報告準則》計量指標	定義、計算方法及與財務報表項目的對賬
EBITDA (非《國際財務報告準則》計量指標)	按年內利潤剔除所得稅開支、財務費用、財務收入以及折舊及攤銷計算。
EBITDA利潤率 (非《國際財務報告準則》計量指標)	按EBITDA (非《國際財務報告準則》計量指標) 除以收入及其他收益總額計算。
經調整本集團EBITDA (非《國際財務報告準則》計量指標)	按年內利潤剔除所得稅開支、財務費用、財務收入、折舊及攤銷，並進一步就外匯虧損影響作出調整 (管理層認為該等項目屬不尋常) 計算。
經調整本集團EBITDA利潤率 (非《國際財務報告準則》計量指標)	按經調整本集團EBITDA (非《國際財務報告準則》計量指標) 除以收入及其他收益總額計算。
經調整債務 (非《國際財務報告準則》計量指標)	按借款總額、租賃負債總額及對第三方提供的財務擔保協議負債 (未計入本集團綜合財務報表) 的總和計算。

財務資料

非《國際財務報告準則》計量指標	定義、計算方法及與財務報表項目的對賬
經調整債務與經調整本集團EBITDA比率(非《國際財務報告準則》計量指標)	按經調整債務除以經調整本集團EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)計算。
經調整債務與權益比率(非《國際財務報告準則》計量指標)	按經調整債務除以權益總額計算。
經調整淨債務(非《國際財務報告準則》計量指標)	按經調整債務減現金及現金等價物計算。
經調整淨債務與經調整本集團EBITDA比率(非《國際財務報告準則》計量指標)	按經調整淨債務除以經調整本集團EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)的比率計算。
覆蓋率(非《國際財務報告準則》計量指標)	按稅前利潤及財務費用除以財務費用計算。

本公司認為該等非《國際財務報告準則》計量指標有助於按年及公司之間比較經營表現。本公司認為該等指標可為[編纂]提供有用資料，以理解及評估本集團的綜合經營業績及財務狀況，其作用與管理層相同。然而，該等非《國際財務報告準則》計量指標的呈列未必可與其他公司所呈列的同類指標比較。使用該等非《國際財務報告準則》計量指標作為分析工具存在局限性，[編纂]不應單獨考慮該等指標，或將其視為本集團根據《國際財務報告準則》所呈報經營業績或財務狀況分析的替代。

下表載列於所示期間本集團非《國際財務報告準則》財務計量指標與其根據《國際財務報告準則》編製的相應數據的對賬。

EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)及經調整本集團EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈)		
年內利潤	136,784	160,805	343,646
所得稅開支	24,599	62,724	155,375
財務費用	208,365	184,984	245,844
財務收入	(32,221)	(52,955)	(88,618)
折舊及攤銷	156,441	170,516	196,219
EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)	493,968	526,074	852,466
外匯虧損	14,124	69,620	19,990
經調整本集團EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)	508,092	595,694	872,456

財務資料

EBITDA利潤率(非《國際財務報告準則》計量指標)及經調整本集團EBITDA利潤率(非《國際財務報告準則》計量指標)

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈，百分比除外)		
EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)			
(A)	493,968	526,074	852,466
經調整本集團EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)(B)	508,092	595,694	872,456
收入及其他收益總額(C)	1,934,095	2,163,942	2,757,083
EBITDA利潤率(非《國際財務報告準則》計量指標)((A)/(C)) (%)	25.5%	24.3%	30.9%
經調整本集團EBITDA利潤率 (非《國際財務報告準則》計量指標)((B)/(C)) (%)	26.3%	27.5%	31.6%

經調整債務(非《國際財務報告準則》計量指標)及經調整淨債務(非《國際財務報告準則》計量指標)

	於12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈)		
借款總額	2,117,547	2,653,388	3,186,017
租賃負債總額	71,506	174,982	270,082
財務擔保協議負債	28,536	27,449	24,545
經調整債務(非《國際財務報告準則》計量指標)	2,217,589	2,855,819	3,480,644
減：現金及現金等價物	204,614	198,578	232,973
經調整淨債務(非《國際財務報告準則》計量指標)	2,012,975	2,657,241	3,247,671

財務資料

經調整債務與經調整本集團EBITDA比率(非《國際財務報告準則》計量指標)、經調整淨債務與經調整本集團EBITDA比率(非《國際財務報告準則》計量指標)及經調整債務與權益比率(非《國際財務報告準則》計量指標)

	於12月31日／截至該日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈，比率除外)		
經調整債務(非《國際財務報告準則》計量指標)(A)	2,217,589	2,855,819	3,480,644
經調整淨債務(非《國際財務報告準則》計量指標)(B)	2,012,975	2,657,241	3,247,671
經調整本集團EBITDA(非《國際財務報告準則》計量指標)(C)	508,092	595,694	872,456
權益總額(D)	1,759,056	1,969,317	2,388,230
經調整債務與經調整本集團EBITDA比率 (非《國際財務報告準則》計量指標) ((A)/(C))	4.36	4.79	3.99
經調整淨債務與經調整本集團EBITDA比率 (非《國際財務報告準則》計量指標) ((B)/(C))	3.96	4.46	3.72
經調整債務與權益比率(非《國際財務報告準則》計量指標)((A)/(D))	1.26	1.45	1.46

覆蓋率(非《國際財務報告準則》計量指標)

	於12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(百萬堅戈，比率除外)		
年內利潤	136,784	160,805	343,646
所得稅開支	24,599	62,724	155,375
財務費用	208,365	184,984	245,844
稅前利潤及財務費用(A)	369,748	408,513	744,865
財務費用(B)	208,365	184,984	245,844
覆蓋率((A)/(B))	1.77	2.21	3.03

資產負債表外安排

截至最後實際可行日期，本集團並未訂立任何資產負債表外安排。

重大關聯方交易

於往績記錄期間，本集團與關聯方訂立多項交易。有關本集團於往績記錄期間的關聯方交易及關聯方貸款、墊款以及向本公司提供的擔保／本公司所提供擔保的詳情，請參閱本文件附錄一所載綜合財務報表附註29。

財務資料

董事認為，本集團於往績記錄期間與關聯方的交易均按正常商業條款及在一般及通常業務過程中按公平交易原則進行，且並未扭曲其經營業績或導致其過往業績無法反映其未來表現。

關於市場風險的定量及定性披露

本集團的主要金融工具包括貸款、已發行債務證券(債券)、租賃負債、衍生金融工具、現金及現金等價物、貿易應收款項及貿易應付賬款，以及其他金融資產及負債。本集團金融工具產生的主要風險為利率風險、外幣風險及信貸風險。本集團進一步監察所有金融工具產生的市場風險及流動資金風險。

請參閱本文件附錄一所載綜合財務報表附註30。

股息

本公司於往績記錄期間內並未宣派任何股息。任何股息的宣派、支付以及金額，均須遵守章程及相關哈薩克斯坦法律。

本公司為Samruk-Kazyna旗下投資組合公司，須遵守Samruk股息政策。詳情請參閱本節「合約義務－集團財務政策」。

營運資金確認

考慮到本集團的可用財務資源，包括現金及現金等價物、經營現金流量、訂約債務融資以及[編纂]估計[編纂]，董事認為且獨家保薦人確認，本集團擁有充足的營運資金，以滿足其當前需求，以及本文件日期後的12個月內的需求。

可分派儲備

於2025年12月31日，本公司保留盈利為1,255,462百萬堅戈，根據適用法律及法規規定的條件及程序，該等保留盈利可供分派予股東。

[編纂]

請參閱「[編纂]」。

無重大不利變動

於2025年12月31日(即本文件附錄一B所呈報期間結束日期)之後發生的重大事項，已於本文件附錄一附註34中披露。該等事項涉及 貴集團進一步發行貸款、債券或債務證券。

除上述披露外，董事於進行充分盡職調查工作(董事認為屬恰當者)及進行周詳考慮後，確認自2025年12月31日(即本文件附錄一B所載期間結束日期)起，本集團的財務或營運狀況或前景並無任何重大不利變動，且自2025年12月31日起並無任何事件會對本文件附錄一B所載資料造成重大影響。

財 務 資 料

根據《上市規則》作出披露

董事確認，截至最後實際可行日期，並無任何情況須根據《上市規則》第13.13至13.19條作出披露。

[編纂]