

2001年中国铁路建设债券跟踪评级分析报告

债项

01 中铁债

15 亿元人民币, 2001/12/26~2016/12/25, AAA

跟踪评级时间: 2007 年 11 月 8 日

初次评级时间: 2001 年 11 月 15 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总计(亿元)	11866.19	12704.80	15023.58
权益合计(亿元)	7275.36	7937.28	8622.81
运输收入(亿元)	2264.35	2546.49	2863.29
利润总额(亿元)	491.00	551.63	561.58
资产负债率(%)	38.69	37.53	42.60
全部债务资本化比率(%)	27.58	23.60	32.05
净资产收益率(%)	0.52	0.77	0.37
流动比率(%)	100.73	72.92	85.11
EBITDA 利息倍数(倍)	12.58	14.73	14.99
债务保护倍数(倍)	0.10	0.13	0.10

分析员

张志强

010-85679696-8809

mzhang@lianheratings.com.cn

林 静

010-85679696-8810

linjing@lianheratings.com.cn

传真

010-85679688

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email:lianhe@lianheratings.com.cn

Http://www.lianheratings.com.cn

一、发债主体基本情况

中华人民共和国铁道部(以下简称“铁道部”)是主管铁路工作的国务院组成部门,主要担负以下职能:负责拟定铁路行业规划、政策和法规;管理铁路建设、运输工作、运输价格、运输安全;承担国家铁路综合管理和暂时保留的社会事务管理职能,通过改革界定政府管理职能、社会管理职能、企业管理职能,并逐步分离。铁道部下属 18 个铁路局(含青藏铁路公司)和铁道科学研究院、中国铁路建设投资公司、中铁集装箱运输有限责任公司、中铁特货运输有限责任公司、中铁快运股份有限公司,各铁路局为国有运输企业,主要经营货物运输和旅客运输。

截至 2006 年底,铁道部资产总额为 15023.58 亿元,权益合计为 8622.81 亿元。2006 年实现总收入 4234.10 亿元(含运输收入 2863.29 亿元),利润总额 561.58 亿元,税后铁路建设基金 467.13 亿元,实现税后利润(净利润) 32.28 亿元。

二、产业分析

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位,属于国家重点扶持和发展的产业。我国国民经济的快速发展是推动铁路运输需求不断增长的原动力,长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。由于历史原因,我国铁路建设起步比较晚,投入不足,加之国土面积大、地区间发展不平衡,我国铁路发展水平与国际尤其是发达国家相比存在差距,主要是路网覆盖密度、复线率、电气化率较低,运输负荷高。基于此,国家加大了对铁路的政策支持力度,先后制定了《中长期铁路网规划》、《铁

路“十一五”规划》，长远目标是，到2020年底，全国铁路营业里程将达到10万公里，复线、电气化率均达到50%，铁路基建规划累计投资20000亿元；短期目标是，“十一五”期间，即到2010年底，全国铁路营运里程将达到9万公里以上，复线、电气化率均达到45%以上，快速客运网总规模达到2万公里以上，铁路基建规划累计投资12500亿元。对比“十五”规划和“十一五”规划，交通运输行业各细分行业在政策支持力度的先后顺序上产生了较大变化，在“十一五”规划中，铁路投资在交通运输细分行业中代替公路排名第一，国家政策将铁路的重要性提到了最高等级。在“十一五”铁路大投资的背景下，我国未来铁路营运里程将加快增长，加上铁路已先后六次大规模提速，以上因素都将对今后铁路运输生产的快速增长提供了有力保障。

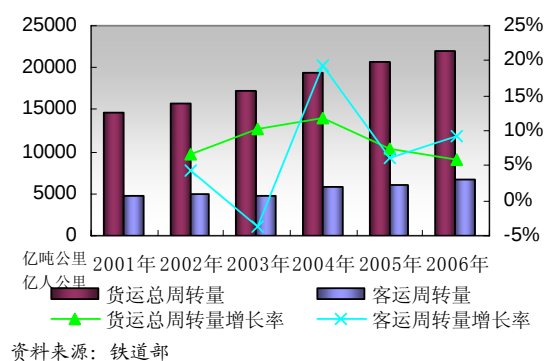
三、经营管理分析

铁道部作为国务院组成部门之一，担负着国家铁路建设和经营的职能，承担着国家铁路资本保值增值的责任。

根据铁道部统计，2006年，在实施《铁路“十一五”规划》的第一年，我国铁路客货运量、国家铁路运输收入、运输生产主要指标在2004~2005年两年大幅增长的基础上再创历史新高（图1），同时铁路建设速度加快，路网规模扩大，运输能力得到较大扩充，技术装备现代化水平显著提高。按照统计数据显示，铁路运输方面，2006年，我国铁路的旅客周转量、货物发送量、货运密度和换算周转量继续保持世界第一；全国铁路完成的货物运输总发送量和货物运输总周转量分别较上年增长7.1%和5.9%；完成旅客运输发送量、旅客运输周转量分别较上年增长8.7%和9.2%；全国铁路日均装车达到12.91万辆，同比增长5.6%，运输效率进一步提高；重点物资运输得到保证，其中全国铁路煤炭运量、集装箱运量分别较上年增长

6.8%和16.7%。铁路建设方面，2006年，完成建设投资1550亿元，同比增长约75%；完成新线铺轨1040公里、复线铺轨997公里；投产新线1605公里、复线705公里、电气化铁路3960公里；京津、武广、郑西、石太等11条客运专线全面开工建设；世界上海拔最高、线路最长的高原铁路——青藏铁路通车运营；京沪、浙赣、胶济等电气化改造工程相继建成投产，电气化铁路比重为31.7%，同比提高了5个百分点。

图1 全国铁路客货运变化情况



2007年，京沪高速铁路（其可行性研究报告于2007年9月经国务院批准，国家发展改革委批复通过）、客运专线、煤运通道等一批重大项目将继续推进，新增投资将比2006年增加1000亿元以上，是历年来新增投资绝对额最高的一年。

在铁路投资方面，2005年7月铁道部颁布了《关于鼓励和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》，明确提出要按照平等准入、公平待遇原则，在铁路建设、铁路客货运输、铁路装备制造和多元经营等领域向社会资本开放，积极吸引社会资金和境外资金，鼓励地方政府和企业参股铁路建设。铁道部在2006年积极推进了铁路投融资体制改革，加快吸引更多的社会资本参与我国的铁路建设，进一步改变了铁道部作为铁路投融资单一主体的局面，形成了多元化投资、多渠道融资的新格局。根据铁道部发布的《2006年铁路统计公报》显示，2006年铁路建设吸引地方政府及企业投资235.12亿元。今后，随着铁路投融资体制的

进一步健全，铁路运营机制将不断得到完善，由铁道部与地方政府以及企业合资建铁路将成为铁路建设投融资发展的重要方向。

综上所述，铁路运输供不应求的局面以及国家对铁路建设的重视为铁路的发展提供了良好的环境和巨大的空间。

四、财务分析

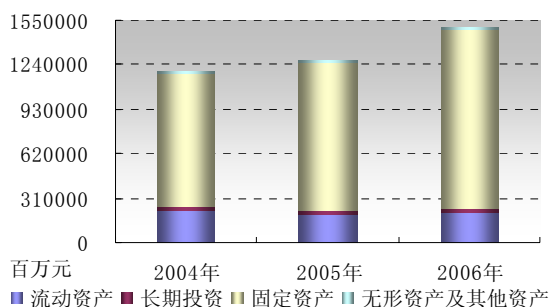
以下财务分析基于铁道部提供的经中华人民共和国审计署审计、并出具无保留意见的2006年汇总资产负债表、铁路企业汇总损益表、汇总现金流量表。汇总财务报表根据1992年财政部、审计署、铁道部、世界银行关于《铁道部合并汇总的财务报表会议纪要》编制。铁道部下属铁路运输企业执行《企业会计制度》，铁路建设单位执行《国有建设单位会计制度》。

截至2006年底，铁道部资产总额为15023.58亿元，权益合计为8622.81亿元。2006年实现总收入4234.10亿元，利润总额561.58亿元，税后铁路建设基金467.13亿元，实现净利润32.28亿元。

1、资产质量

2006年，铁道部资产总额15023.58亿元，同比增长18.25%。其中流动资产占14.25%，固定资产占82.55%，长期投资占1.70%，无形资产及其他资产占1.50%，铁道部资产以固定资产为主（图2）。

图2 近三年总资产规模与结构



截至2006年底，铁道部流动资产2141.43亿

元，同比增长9.8%，其中主要为货币资金和应收款。

截至2006年底，铁道部货币资金882.38亿元，占流动资产41.21%，货币资金充足。铁道部应收款1058.75亿元，占流动资产合计的49.44%，包括铁路企业应收款651.45亿元、铁路建设单位478.02亿元、相互抵消70.72亿元。

截至2006年底，铁道部长期投资全部是长期股权投资254.83亿元，同比增长6.20%，主要是铁道部所属的行政事业单位的资本金。

2006年，铁道部固定资产原值同比增长13.39%，主要是2006年铁路建设项目投产较多，可交付使用的在建工程转入固定资产所致。截至2006年底，铁道部固定资产原值11957.26亿元，累计折旧3181.22亿元，固定资产净值8776.04亿元。铁道部在建工程3626.49亿元，同比增长34.22%，主要是客运专线等大批新开工、未完工铁路建设项目。

总体来看，铁道部资产规模大，资产以固定资产为主，流动资产的流动性较好，整体资产质量高。

2、负债及所有者权益结构

截至2006年底，铁道部权益合计8622.81亿元，其中资本金占99.01%，资本公积占4.84%，盈余公积占2.90%，未分配利润占-6.75%，铁道部权益以资本金为主，稳定性好。

截至2006年底，铁道部负债总额6400.77亿元，同比增长34.26%，主要是长期负债增长所致。

截至2006年底，铁道部流动负债2516.15亿元，其中短期负债占7.29%，应付款占92.71%。铁道部长期负债3884.62亿元，其中国内借款占90.22%，日元借款占3.19%，世行借款占1.79%，其他借款占4.80%。

截至2006年底，铁道部债务总额4067.96亿元，其中短期债务占4.51%，长期债务占95.49%。

截至2006年底，铁道部全部债务资本化比

率和资产负债率分别为 32.05%和 42.60%，较 2005 年有所增长，但整体负债水平仍较低，存在进一步融资的空间。

3、盈利能力

2006 年，铁道部实现总收入达 4234.10 亿元，同比增长 12.04%，其中运输收入 2863.29 亿元，同比增长 12.44%，其他收入（是指铁路运输企业投资的控股企业及其他企业收入）1370.81 亿元，同比增长 11.21%；实现营业利润、利润总额分别为 684.81 亿元和 561.58 亿元，同比分别增长 5.74% 和 1.80%。

从盈利指标看，2006 年营业利润率为 16.17%，同比减少了 0.97 个百分点，主营业务盈利水平下降的原因是：2006 年，铁道部材料、燃料、电力采购价格上涨和折旧增加使运输成本同比增长 45.29%，远超过收入增速所致。此外，2006 年，铁道部总资本收益率和净资产收益率分别为 0.77% 和 0.37%，同比分别减少了 0.39 和 0.40 个百分点，上述两项指标较低的原因是，从货运收入中提取的铁路建设基金不计入净利润，如考虑铁路建设基金，铁道部实际总资本收益率和净资产收益率分别为 4.46% 和 5.79%。总体看，铁道部 2006 年整体盈利能力正常。

4、现金流

铁道部资金来源中的税后利润、扣除营业税金后的建设基金、折旧构成其经营净现金流入。2006 年，铁道部经营净现金流入量为 876.93 亿元，同比增长 12.02%，继续保持稳定增长态势。同期，由于基建投资规模扩大和偿还本金增加较多，分别同比增长 38.23% 和 47.83%，铁道部相应加大了国内外贷款规模和铁路建设债券发行规模，导致 2006 年年末现金余额同比增长 18.94%，现金比较充足，能较好保证建设及还本付息支出需要。未来，考虑到铁路旅客票价 11 年未作调整、铁路货物运价水平总体上仍偏低，有上调的可能，加上铁道部政企分开改革

的逐步进行，承担的政府及社会职能支出和公益性运输成本会不断减少，据铁道部预计，上述改革每年可以增加净现金流入 200 多亿元，因此，整体看铁道部经营的现金流状况较好，但“十一五”期间是铁路建设高峰期，投资规模大，对外部融资存在一定的依赖性。

5、偿债能力分析

从短期偿债指标看，2006 年底，铁道部流动比率和速动比率分别为 85.11% 和 77.29%，同比分别增加了 12.19 和 11.52 个百分点，但仍存在一定的短期支付压力。

从长期偿债指标看，2006 年，铁道部 EBITDA 为 989.65 亿元，保持逐年增长态势；EBITDA 利息倍数同向变化，为 14.99 倍，对利息偿还的保障能力很强；债务保护倍数为 0.10 倍。总体看，铁道部对全部债务的保护能力较强。

五、中长期债券偿债能力

经国家发展和改革委员会“计经调【2001】1806 号”文批准，铁道部于 2001 年 12 月发行人民币债券 15 亿元，债券期限为 15 年，采用固定利率，票面年利率为 5.1%。本期债券募集资金全部用于西部铁路（宝兰复线、渝怀线、西安南京线西安合肥段）的建设。宝兰复线、渝怀线、西安南京线已分别于 2003 年 6 月、2005 年、2003 年 6 月建成投产。

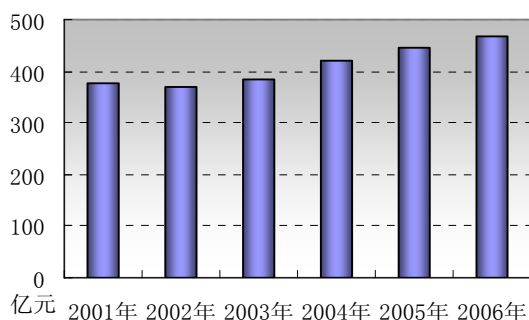
截至 2006 年底，铁道部现金类资产（全部为货币资金）882.38 亿元，为本期债券发行额度的 58.83 倍，铁道部现金类资产对本期债券保障能力强。

2006 年，铁道部资金来源合计 1994.66 亿元、差额 140.50 亿元，分别为本期债券发行额度的 132.98 倍和 9.37 倍，铁道部现金流对本期债券保障能力强。

本期债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。

铁路建设基金是国家铁路通过提高铁路货物运价而从运输收入中提取出来、专门用于铁路建设的专项资金。根据1996年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》(财工字【1996】371号)的规定,铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前,财政部将铁路建设基金定性为政府性基金,纳入基金预算,实行收支两条线的管理方式。近年来,铁路建设基金规模保持稳步增长(图3),2006年达到467.13亿元。2007年1月,经国务院批准,铁路建设基金继续予以保留。预计,“十一五”期间,铁路建设基金每年将收取480~600亿元,五年约2800亿元。

图3 近年铁路建设基金情况



资料来源:铁道部

总体看,铁路在我国综合交通运输体系中处于基础地位,铁路运输市场将保持稳步增长,因此铁路建设基金能为本期债券的按期偿还提供可靠保证。

六、综合评价

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位,属于国家重点扶持和发展的产业。近年来,随着我国经济的快速发展,铁路运输需求快速增长。为满足日益增加的铁路运输需求,国家加大了对铁路建设的投资力度,路网规模进一步扩大,运输能力得到较大扩充,技术装备现代化水平显著提高,有力增强了铁路的竞争力,铁路行业未来发展前景良好。

铁道部目前资产规模大,整体资产质量高;

运输收入逐年增长,盈利能力正常,经营的现金流状况较好,债务负担较轻,整体偿债能力较强。铁道部“十一五”期间资本支出规模大,预计债务负担将有可能增加,但收入水平和规模经济有望进一步提高,而且本期债券由铁路建设基金提供担保,总体看,本期债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1、“十一五”期间,国家加大对铁路建设的投资力度,铁路行业未来发展前景良好。

2、铁路客货运量、运输收入、运输生产主要指标保持稳步增长,铁道部经营状况良好。

3、铁道部目前资产规模大,负债水平不高,现金流强劲,对全部债务的保护能力很强。

关注

1、公路和航空运输的快速发展,导致铁路运输面临的竞争加剧。

2、材料、燃料、电力采购价格上涨,运输成本压力增大,影响铁路行业的盈利水平。

3、铁道部“十一五”期间资本支出规模大,预计债务负担有可能增加。

附表 1-1 汇总资产负债表（资产表）

（单位：百万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	91,991	74,188	88,238	-2.06
应收款	113,881	101,426	105,875	-3.58
存货	17,130	19,113	19,667	7.15
其他	453	299	363	-10.48
流动资产合计	223,455	195,026	214,143	-2.11
长期投资				
长期股权投资	24,368	23,995	25,483	2.26
长期投资合计	24,368	23,995	25,483	2.26
长期投资净额	24,368	23,995	25,483	2.26
固定资产				
固定资产原值	990,069	1,054,530	1,195,726	9.90
减：累计折旧	262,535	287,664	318,122	10.08
固定资产净值	727,534	766,866	877,604	9.83
在建工程	200,702	270,184	362,649	34.42
固定资产合计	928,236	1,037,050	1,240,253	15.59
无形资产及其他资产				
其他	10,560	14,409	22,479	45.90
无形资产及其他资产合计	10,560	14,409	22,479	45.90
资产总计	1,186,619	1,270,480	1,502,358	12.52

附表 1-2 汇总资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：百万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期负债	39,842	35,867	18,334	-32.16
应付款	182,004	231,581	233,281	13.21
流动负债合计	221,846	267,448	251,615	6.50
长期负债				
国内借款	197,706	170,775	350,472	33.14
世行借款	7,644	7,318	6,954	-4.62
日元借款	17,091	13,879	12,383	-14.88
专项应付款				
其他借款	14,796	17,332	18,653	12.28
长期负债合计	237,237	209,304	388,462	27.96
负债合计	459,083	476,752	640,077	18.08
权益				
资本金	720,143	782,720	853,759	8.88
资本公积	26,880	30,102	41,743	24.62
盈余公积	20,669	26,658	25,009	10.00
未分配利润	-40,156	-45,752	-58,230	20.42
权益合计	727,536	793,728	862,281	8.87
负债及权益合计	1,186,619	1,270,480	1,502,358	12.52

附表 2 铁路企业汇总损益表

(单位: 百万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、收入合计	330,058	377,916	423,410	13.26
运输收入				
货运	149,516	157,060	177,973	9.10
其中: 货运收入	104,901	109,550	128,097	10.50
税前建设基金	44,615	47,510	49,876	5.73
客运	59,291	61,855	72,794	10.80
其他运输收入	17,628	35,734	35,562	42.03
运输收入合计	226,435	254,649	286,329	12.45
其他收入	103,623	123,267	137,081	15.02
减: 营业税	9,149	10,260	11,655	12.87
减: 水利基金	1,170	1,364	1,480	12.47
二、收入净额	319,739	366,292	410,275	13.28
工资	32,338	35,440	45,041	18.02
材料	16,298	22,293	20,578	12.37
燃料	19,385	23,877	29,600	23.57
电力	11,505	13,518	15,591	16.41
其他	62,562	61,350	118,345	37.54
不含折旧的运输成本	142,088	156,478	229,155	26.99
折旧	23,578	26,162	36,205	23.92
运输成本合计	165,666	182,640	265,360	26.56
其他成本	98,710	118,888	76,434	-12.00
成本合计	264,376	301,528	341,794	13.70
三、营业利润	55,363	64,764	68,481	11.22
减: 营业外支出	7,576	11,224	12,477	28.33
加: 工附业利润	1,313	1,623	154	-65.75
四、利润总额	49,100	55,163	56,158	6.95
减: 税后建设基金	42,117	44,700	46,713	5.31
税前利润	6,983	10,463	9,445	16.30
减: 所得税	3,222	4,316	6,217	38.91
五、税后利润	3,761	6,147	3,228	-7.36

附表 3 汇总现金流量表

(单位: 百万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、资金来源				
税后利润	3,761	6,147	3,228	-7.36
扣除营业税后的建设基金	43,169	45,971	48,260	5.73
折旧	23,578	26,162	36,205	23.92
贷款 (国内、国外)	37,646	36,901	65,033	31.43
其他	12,057	11,590	46,740	96.89
资金来源合计	120,211	126,771	199,466	28.81
二、资金运用				
基建投资	64,540	81,255	112,322	31.92
还本付息	41,620	39,313	55,961	15.96
利息	6,277	5,923	6,602	2.56
其中: 世行	329	317	367	5.62
本金	35,343	33,390	49,359	18.18
其中: 世行	1,004	845	788	-11.41
上交政府	1,170	1,364	1,480	12.47
设备更新	14,359	22,642	15,653	4.41
资金运用合计	121,689	144,574	185,416	23.44
三、差额	-1,478	-17,803	14,050	-
年初现金	93,469	91,991	74,188	-10.91
年末现金	91,991	74,188	88,238	-2.06

附表 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
总收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/权益×100%
营业利润率	营业利润/总收入×100%
债务结构指标	
资产负债比率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+权益) ×100%
担保比率	担保余额/权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+折旧) / 全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+折旧) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%

注: 长期债务=国内借款+世行借款+日元借款+其他借款

短期债务=短期负债

EBITDA=利润总额+利息支出+折旧

全部债务=长期债务+短期债务

附表5 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。