

信用等级公告

联合[2018] 1032 号

联合资信评估有限公司通过对中国铁路总公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国铁路总公司的主体长期信用等级为 AAA，“03 中铁债”、“09 铁道部 MTN2”、“14 铁道 MTN001”、“14 铁道 MTN002”、“14 铁道 MTN003”和“15 铁道 MTN001”、“15 铁道 MTN002”、“16 铁道 MTN001”和“16 铁道 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月十四日



中国铁路总公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
03 中铁债	30 亿元	2021/8/25	AAA	AAA
09 铁道部 MTN2	50 亿元	2019/1/16	AAA	AAA
14 铁道 MTN001	200 亿元	2019/4/23	AAA	AAA
14 铁道 MTN002	100 亿元	2019/10/24	AAA	AAA
14 铁道 MTN003	100 亿元	2019/11/26	AAA	AAA
15 铁道 MTN001	200 亿元	2020/3/25	AAA	AAA
15 铁道 MTN002	100 亿元	2020/11/2	AAA	AAA
16 铁道 MTN001	150 亿元	2021/5/19	AAA	AAA
16 铁道 MTN002	200 亿元	2021/6/8	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 14 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	1971.21	2067.75	1468.17	1532.21
资产总额(亿元)	62458.70	72512.61	76483.87	77274.26
所有者权益(亿元)	21507.25	25359.17	26605.37	26836.98
短期债务(亿元)	1215.88	1376.87	1655.36	1389.82
长期债务(亿元)	33885.26	39507.38	41886.78	43118.82
全部债务(亿元)	35101.84	40884.25	43542.14	44508.64
运输收入(亿元)	5837.41	5928.36	6942.54	1786.72
利润总额(亿元)	534.56	396.45	607.95	158.35
EBITDA(亿元)	2414.38	2377.07	2728.89	--
经营性净现金流量(亿元)	1570.00	1659.89	1876.96	498.11
营业利润率(%)	5.03	3.39	5.11	4.58
净资产收益率(%)	2.12	1.65	1.88	--
资产负债率(%)	65.57	65.03	65.21	65.27
全部债务资本化比率(%)	62.01	61.72	62.07	62.38
流动比率(%)	74.78	77.72	68.42	77.79
全部债务/EBITDA(倍)	14.54	17.20	15.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.10	3.16	3.59	--

注: 计算净资产收益率时已将税后建设基金包括在内。

评级观点

中国铁路总公司(以下简称“铁路总公司”)为中华人民共和国原铁道部(以下简称“原铁道部”)企业职能的承接主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对其评级反映了铁路总公司在市场地位和政府支持等方面具有显著优势。跟踪期内,铁路总公司资产规模继续扩大,收入规模较快增长,现金流状况良好,获得政府支持力度大,整体偿债能力极强。同时,联合资信也关注到铁路建设投资规模大、运输成本上涨等因素对铁路总公司未来经营及财务状况可能产生的影响。

铁路在国民经济和社会发展中具有重要的战略地位,铁路建设规模不断扩大,铁路行业发展前景良好。铁路总公司资金支出规模大,融资压力将有所增加。考虑到铁路总公司延续了原铁道部良好的经营状况、很强的资金调配能力,铁路运输竞争力的逐步增强,以及新的铁路运价调整政策的执行,铁路总公司收入水平和规模经济效益有望保持增长趋势,进而有效支撑其信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信维持铁路总公司的主体长期信用等级为 AAA,并维持“03 中铁债”、“09 铁道部 MTN2”、“14 铁道 MTN001”、“14 铁道 MTN002”、“14 铁道 MTN003”、“15 铁道 MTN001”、“15 铁道 MTN002”、“16 铁道 MTN001”和 16 铁道 MTN002”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 铁路在国民经济和社会发展中具有重要的战略地位,跟踪期内铁路运输的客货运需求增长,铁路建设规模不断扩大,铁路行业发展前景良好。

分析师

张丽 张依

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

2. 跟踪期内, 铁路路网结构的优化、车辆装备水平以及运输效率的提升使铁路竞争实力明显增强。铁路客运量等主要指标保持稳步增长。
3. 铁路总公司EBITDA、经营净现金流量和现金类资产对存续期内债券具有很强的保障能力。

关注

1. 铁路总公司资金支出规模大, 债务规模将有所上升, 对外融资需求有所增加。
2. 未来铁路总公司在铁路建设发展、投融资体制和运价体系、公益性线路和运输补贴机制等方面的改革措施仍有待进一步明确和完善。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国铁路总公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国铁路总公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）按照关于中国铁路总公司主体长期信用及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，中国铁路总公司（以下简称“铁路总公司”或“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，铁路总公司注册资本为 10360 亿元人民币，不进行资产评估和审计验资；实收国有资本数额以财政部核定的国有资产产权登记数额为准。财政部为铁路总公司实际控制人。

截至 2017 年底，铁路总公司资产总额 76483.87 亿元，权益合计 26605.37 亿元。2017 年实现收入合计 10154.49 亿元（含运输收入 6942.54 亿元），利润总额 607.95 亿元（含税后铁路建设基金 483.26 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，铁路总公司资产总额 77274.26 亿元，权益合计 26836.98 亿元。2018 年第一季度实现收入合计 2456.45 亿元（含运输收入 1786.72 亿元），利润总额 158.35 亿元（含税后铁路建设基金 129.79 亿元）。

公司注册地址：北京市海淀区复兴路 10 号；法定代表人：陆东福。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，由联合资信评级的公司存续债券共 9 只债券，余额合计 1130.00 亿元，跟踪期内各存续债均按时还本付息（详见表 1）。

表 1 存续债券情况

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
03 中铁债	30 亿元	2021/8/25	4.63%
09 铁道部 MTN2	50 亿元	2019/1/16	3.95%
14 铁道 MTN001	200 亿元	2019/4/23	5.70%
14 铁道 MTN002	100 亿元	2019/10/24	4.73%
14 铁道 MTN003	100 亿元	2019/11/26	4.40%
15 铁道 MTN001	200 亿元	2020/3/25	4.88%
15 铁道 MTN002	100 亿元	2020/11/2	3.51%
16 铁道 MTN001	150 亿元	2021/5/19	3.35%
16 铁道 MTN002	200 亿元	2021/6/8	3.46%

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向

民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）

小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革

面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业分析

1. 行业概况

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。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，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。

根据国家铁路局发布的《2017 年铁道统计公报》，2017 年全国铁路旅客发送量完成 30.84 亿人，比上年增加 2.70 亿人，增长 9.6%。全国铁路旅客周转量完成 13456.92 亿人公里，比上年增加 877.63 亿人公里，增长 7.0%。2017 年

全国铁路货运总发送量完成 36.89 亿吨，比上年增加 3.57 亿吨，增长 10.7%。全国铁路货运总周转量完成 26962.20 亿吨公里，比上年增加 3169.94 亿吨公里，增长 13.3%。

从铁路建设方面看，2017 年，全国铁路行业固定资产投资完成 8010 亿元，其中国家铁路完成 7606 亿元；新开工项目 35 个，新增投资规模 3560 亿元。

2. 运输价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照上年综合运输成本及盈亏情况。近年来，为弥补因成品油价格调整而增加的铁路运输成本，国家发展与改革委员会分别于 2011 年 4 月、2012 年 5 月、2013 年 2 月、2014 年 2 月和 2015 年 1 月出台了相关文件调整铁路货运价格。

依据《中国铁路总公司关于调整煤炭运价有关事项的通知》，自 2016 年 2 月 4 日起，中国铁路总公司对全路实行统一运价的营业线的整车煤运输，基价每吨公里下调 1 分，即：洗精煤的基价由每吨公里 10.3 分降为 9.3 分；原煤及其他煤炭的基价由每吨公里 9.8 分降为 8.8 分。2016 年 10 月 10 日，受四季度取暖季煤炭需求增加影响，多地铁路局（包括太原铁路局、郑州铁路局、乌鲁木齐铁路局、西安铁路局等）对货运价格均有不同幅度的提价。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次运价上调之后，2016 年第一次下调，幅度为 10%。考虑到铁路货运价格已经转变为政府指导价，并且设置了上下浮机制，可由运输企业根据市场运营情况调节。

依据国家发展改革委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，决定扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，并自 2018 年 1 月 1 日起执行。通知明确，铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运

输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。铁路货运价格已经开始尝试由政府指导价向运输企业市场化自主定价转变。铁总和下属的铁路局在经营上有了更大的自主权，货运价格在逐步朝市场化靠拢。在现阶段铁路货运需求止跌回升的情况下，运价大面积上调实现的难度较大。

客运方面，2016年2月国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定。制定公布票价应当在售票前对外公告，调整公布票价应当提前30天对外公告。2017年4月起，中国铁路总公司对东南沿海高铁开行的时速200公里至250公里动车组列车的公布票价进行优化调整，沪杭、杭甬段时速300公里高铁动车组票价不在调整范围。从上限票价来看，二等座涨幅在25%-30%区间，一等座涨幅在65%-70%区间。同时，具体票价将根据季节、客流的变化，依据市场供求关系制定。为适应新形势下加强垄断行业监管的新要求，2017年底国家发展改革委修订了《政府制定价格成本监审办法》，加强垄断行业监管，规范成本监审行为，标志着政府成本监管进入科学监管、制度监管的新阶段，必将对健全政府定价规则、提升政府制定价格的科学性、透明度发挥重要作用。综合看来，短期内铁路客运主要以提高运输能力运营效率，增加客运量为主要任务，整体票价水平将保持相对稳定，未来还有较大上升空间。

3. 铁路投融资改革

2015年7月30日，发改委、财政部、国土部、银监会、国家铁路局联合发布《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》提出，

全面放开铁路投资与运营市场，推进投融资方式多样化，完善社会资本投资的实施机制，进一步改善社会资本投资环境，加大对社会资本投资的政策支持。

2015年8月11日，济青高铁先期工程青阳隧道破土动工，这标志着济青高铁工程建设正式开工。济青高铁项目由山东省、中国铁路总公司分别出资80%、20%，是国内第一条由地方为主导投资建设的高速铁路。为缓解济青高铁建设资金压力，山东大力开拓融资渠道，先后引进了中建公司、中车四方、新加坡淡马锡公司等境内外投资者。截至7月份，社会投资已达40亿元，占到项目资本金总额的六分之一。

2015年9月7日，铁路总公司出台《中国铁路总公司关于规范非控股合资铁路建设项目管理的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。铁总不再要求对项目绝对控股，而是由各方出资人或其授权的出资人代表依法组建铁路建设项目合资公司。项目公司作为铁路建设项目法人，对铁路建设项目的策划、前期工作、资金筹集、建设管理、运输经营、还本付息、资产保值增值全过程负责。这无疑对民资有着巨大的吸引力，项目公司可根据需要依法决策项目建设管理方式，既可委托铁路局或铁路专业管理机构代建，也可由项目公司自行组织建设，充分保证了投资人的权利。此外，对于合资铁路项目建成后的运输方式，《指导意见》给出了较大选择空间，可委托铁路运输企业进行运输管理，以发挥铁路运输企业的专业管理优势，提高运输效率；也可由项目公司自管自营，铁路总公司在列车运行图编制、运输组织等方面给予支持，投资人的话语权得到了充分保护，有利于提高民资的积极性。

2016年12月，中央经济工作会议首次将铁路纳入混改重点领域，2017年铁路改革持续推进，并取得实质性进展，主要在铁路土地开发和公司制改革方面。铁路土地开发方面，

2017年8月铁总公司分别委托上海联合产权交易所、北京联合产权交易所举办铁路土地综合开发项目推介会，铁路土地开发迈出实质性的一步，铁路土地开发将逐渐规范化和常态化。公司制改革方面，2017年11月铁路总公司所属的18个铁路局均已完成公司制改革工商变更登记，2018年起全面按照新的体制机制运行。在组织机构改革上，机关部门、内设机构、定员编制分别精简10.3%、26.6%和8.1%；运输业劳动生产率和职工工资收入稳步增长。

同年，为彻底落实《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》和《中长期铁路网规划》及铁路改革发展的要求，国家发展改革委员会、交通运输部、国家铁路局和铁路总公司联合印发实施《铁路“十三五”发展规划》。推进投融资体制改革，实施分类分层建设新模式，杭绍台等项目吸引社会投资建设取得新进展。强化建设为运输服务的理念，提高项目前期工作质量，有序推进项目组织实施，加大运输部门介入力度，保证铁路重点工程顺利推进。改革建设管理体制，整合建设管理力量，质量安全监管责任得到进一步明确和落实。坚持对工程质量安全问题“零容忍”，实施质量安全红线管理，加强施工过程控制和监督检查，严肃进行了追责问责。

六、基础素质分析

铁路总公司是经国务院批准，依据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》设立，是由中央管理的国有独资企业。国务院同意将原铁道部相关资产、负债和人员划入中国铁路总公司，将原铁道部对所属18个铁路局（含广州铁路集团公司、青藏铁路公司）、3个专业运输公司及其他企业的权益作为铁路总公司的国有资本。铁路总公司承继原以铁道部名义签订的债权债务等经济合同、民事合同、协议等权

利和义务；承继原铁道部及国家铁路系统拥有的无形资产、知识产权、品牌、商标等权益，统一管理使用。

《组建批复》中明确了铁路总公司继续享有国家和地方各级政府对原铁道部的各项优惠政策，且国家将进一步加大在原铁道部债务处理、国有资产收益上缴以及公益性运输补贴机制等方面支持力度。

（1）原铁道部债务处理

《组建批复》明确了铁路总公司组建后，继续享有国家对原铁道部的税收优惠政策，国务院及有关部门、地方政府对铁路实行的原有优惠政策继续执行，继续明确铁路建设债券为政府支持债券。对企业设立和重组改制过程中涉及的各项税费政策，按国家规定执行，不增加铁路改革成本。根据2013年12月30日审计署发布的全国政府性债务审计结果，将铁路总公司（原铁道部）发行政府支持债券或以铁路建设基金提供担保等方式形成的债务纳入中央政府债务。

（2）国有资产收益上缴

《组建批复》中明确了铁路总公司的国有资产收益，应按照国家有关法律法规和有关规定执行，历史债务问题没有解决前，国家对公司暂不征收国有资产收益。在保证有关企业合法权益和自身发展需要的前提下，公司可集中部分国有资产收益，由公司用于再投入和结构调整。

（3）公益性运输补贴机制

《组建批复》明确了国家将建立铁路公益性运输补贴机制。对于铁路承担的学生、伤残军人、涉农物资等公益性运输任务，以及青藏线、南疆线等有关公益性铁路的经营亏损，研究建立铁路公益性运输补贴机制，研究采取财政补贴等方式，对铁路公益性运输亏损给予适当补偿。

截至本报告出具之日，原铁道部及铁路总公司银行借款未发生债务违约情况；根据公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，原

铁道部和铁路总公司无逾期或违约偿付记录。总体看，铁路总公司和原铁道部过往信用记录情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，铁路总公司原高级管理人员的基础上，新增 3 名高级管理人员。原铁路总公司副总经理、党组成员甄忠义晋升为铁路总公司党组副书记、直属机关党委书记；原铁路总公司副总工程师、中国铁道科学研究院院长王同军晋升为铁路总公司副总经理、党组成员；原铁路总公司北京铁路局局长、党委副书记刘振芳晋升为铁路总公司副总经理、党组成员。公司管理团队更为健全，对公司的经营和管理有积极作用。

公司管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2017 年，铁路总公司实现含税收入合计 10154.49 亿元，同比增长 11.90%。其中运输收入 6942.54 亿元（含税前建设基金 498.04 亿元），同比上升 17.11%；其他收入（指铁路运输企业投资的控股企业及其他企业收入）3211.95 亿元，同比上升 2.09%。从运输收入构成看，2017 年铁路总公司实现货运收入 3160.28 亿元，同比增长 22.74%，占运输收入的 45.52%；客运收入为 3197.46 亿元，同比增长 13.49%，占运输收入比重为 46.06%；其他运输收入 584.80 亿元，同比增长 9.08%，占运输收入比重为 8.42%。2018 年第一季度，铁路总公司实现含税收入 2456.45 亿元，比上年同期增长 9.44%；其中运输收入 1786.72 亿元，占营业收入的 72.74%，其他收入 669.72 亿元。

2. 铁路运输概况

旅客运输保持稳定增长，货物运输止损回升，运输安全管理能力有所提高。

客运量方面，2017 年全国铁路旅客发送量完成 30.84 亿人，比上年增加 2.70 亿人，增长 9.6%，其中，国家铁路 30.38 亿人，比上年增长 9.6%。全国铁路旅客周转量完成 13456.92 亿人公里，比上年增加 877.63 亿人公里，增长 7.0%，其中，国家铁路 13396.96 亿人公里，比上年增长 6.9%。2018 年第一季度，全国铁路旅客发送量完成 7.83 亿人，同比增长 7.3%；铁路旅客周转量 3516.88 亿人公里，同比增长 2.7%。

货运量方面，2017 年全国铁路货运量止损回升，一方面由于在经济企稳向好的局面下，对大宗商品需求增加，供给侧改革加速煤炭、钢铁和铁矿石向先进产能的企业集中；另一方面是由于公路治超和环保治霾的持续向严，公路货运向铁路货运分流。2017 年全国铁路货运总发送量完成 36.89 亿吨，比上年增加 3.57 亿吨，增长 10.7%，其中，国家铁路 29.19 亿吨，比上年增长 10.1%。全国铁路货运总周转量完成 26962.20 亿吨公里，比上年增加 3169.94 亿吨公里，增长 13.3%，其中，国家铁路 24091.70 亿吨公里，比上年增长 13.2%。2018 年第一季度，全国铁路货运总发送量完成 9.84 亿吨，同比上升 7.7%，全国铁路货运总周转量完成 6909.84 亿吨公里，同比上升 3.6%。

运输安全方面，2017 年未发生特别重大、重大铁路交通事故，发生较大事故 1 件。铁路交通事故死亡人数 898 人，为非法上道、抢越道口等一般事故造成，同比减少死亡 34 人，下降 3.6%。

铁路建设稳步推进，路网结构继续优化，装备水平进一步提高，未来投资放缓。

2017 年，全国铁路行业固定资产投资完成 8010 亿元，其中国家铁路完成 7606 亿元；新开工项目 35 个，新增投资规模 3560 亿元。2017 年，宝鸡至兰州高速铁路、西安至成都高速铁

路西安至江油段、石家庄至济南高速铁路等项目陆续投产运营，投产新线 3038 公里，其中高速铁路 2182 公里。石家庄至济南高速铁路的建成通车标志着“四纵四横”高速铁路网提前建成运营，中国高速铁路网进一步发达完善。

2017 年底，全国铁路营业里程达到 12.7 万公里，比上年增长 2.4%，其中，高速铁路营业里程达到 2.5 万公里，西部地区铁路营业里程 5.2 万公里。全国铁路路网密度 132.2 公里/万平方公里，比上年增加 3.0 公里/万平方公里。其中，复线里程 7.2 万公里，比上年增长 5.4%，复线率 56.5%，比上年提高 1.6 个百分点；电气化里程 8.7 万公里，比上年增长 7.8%，电化率 68.2%，比上年提高 3.4 个百分点。

2017 年底，全国铁路机车拥有量为 2.1 万台，比上年减少 372 台，其中，内燃机车占 40.4%，比上年下降 1.4 个百分点，电力机车占 59.5%，比上年提高 1.4 个百分点。全国铁路客车拥有量为 7.3 万辆，比上年增加 0.2 万辆，其中，动车组 2935 标准组、23480 辆，比上年增加 349 标准组、2792 辆。全国铁路货车拥有量为 79.9 万辆。

2018 年全国铁路计划安排固定资产投资总规模（包含路网建设和购置装备）7320 亿元，较上年有所减少，其中国家铁路 7020 亿元。计划投产新线 4000 公里，其中，高铁 3500 公里。根据《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》显示，2018 年我国的铁路重点推进项目共 22 项，共修建 8203km，总投资 6974 亿元。铁路总公司 2018 年重点建设项目包括：兰州至张掖三四线、银川至包头铁路、十堰至西安高铁、重庆至黔江城际铁路、广佛江珠城际铁路、攀枝花至大理铁路、川藏铁路（雅安至康定至林芝）、酒泉至额济纳铁路、齐齐哈尔至加格达奇改造工程等。

技术标准不断完善，创新能力进一步增强。

重要技术标准制定方面，国家铁道局发布了铁道行业技术标准 89 项、铁路工程造价标准 18 册，制修订铁路工程建设标准 13 项。知识产权及获奖成果方面，铁道行业完成铁路重大科技创新成果库入库铁路科技项目 50 项、铁路专利 50 项、铁路技术标准 26 项、铁路科技论文 179 项，多篇论文及专利项目获得国家级奖项。

此外，铁路运输在积极提升科技水平的同时也非常注重节能减排。国家铁路能源消耗折算标准煤 1621.65 万吨，比上年增加 24.75 万吨，增长 1.5%。单位运输工作量综合能耗 4.33 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.39 吨标准煤/百万换算吨公里。单位运输工作量主营综合能耗 3.96 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.20 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 4.8%。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报表和 2018 年一季度财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。

截至 2017 年底，铁路总公司资产总额为 76483.87 亿元，权益合计为 26605.37 亿元。2017 年实现收入合计 10154.49 亿元（含运输收入 6942.54 亿元），利润总额 607.95 亿元（含税后铁路建设基金 483.26 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，铁路总公司资产总额为 77274.26 亿元，权益合计为 26836.98 亿元。2018 年第一季度实现收入合计 2456.45 亿元（含运输收入 1786.72 亿元），利润总额 158.35 亿元（含税后铁路建设基金 129.79 亿元）。

表 2 2016~2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5942.61	8.20	5467.74	7.15	5692.85	7.37
长期投资	1045.90	1.44	1277.25	1.67	1335.84	1.73
固定资产净值	45341.01	62.53	48475.65	63.38	48700.94	63.02
在建工程	12040.60	16.60	12806.57	16.74	13070.63	16.91
其他	8142.49	11.23	8456.66	11.06	8474.00	10.97
资产总计	72512.61	100.00	76483.87	100.00	77274.26	100.00

资料来源：公司审计报告

2. 资产质量

2017年底，铁路总公司资产总额76483.87亿元，同比增长5.48%，主要来自铁路基础设施建设规模扩大导致的固定资产和在建工程的增加；资产结构以固定资产和在建工程为主，与业务特点相匹配。

2017年底，铁路总公司流动资产总额5467.74亿元，同比下降7.99%，主要系货币资金大幅下降所致。2017年底，铁路总公司货币资金下降29.00%至1468.17亿元，但整体资金较为充裕；应收款2924.10亿元，同比增长0.54%，主要来自建设单位的应收款和其他应收款增长。

2017年底，铁路总公司长期投资1277.25亿元，同比增长22.12%，主要系铁路总公司所属行政事业单位的资本金。

跟踪期内随着铁路建设持续进行，铁路总公司固定资产及在建工程继续增长。2017年底，铁路总公司固定资产净值48475.65亿元，同比增长6.91%，其中固定资产原值58885.14亿元，同比增长6.64%，计提折旧10409.50亿元；在建工程12806.57亿元，同比上升6.36%。

2018年3月底，铁路总公司资产总额77274.26亿元，较2017年底略有增长，仍以固定资产和在建工程为主。

跟踪期内，铁路建设持续进行，铁路总公司资产规模有所增长，构成以固定资产和在建工程为主，与业务特点相匹配，整体资产质量高。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，铁路总公司权益合计26605.37亿元，同比增长4.91%，主要系资本金增加，其中资本金占99.28%，资本公积占1.30%，盈余公积占0.40%，未分配利润占-0.98%。2018年3月底，铁路总公司权益合计26836.98亿元，较2017年底增长0.87%。

铁路总公司权益以资本金为主，权益稳定性好。

负债

2017年底，铁路总公司负债总额49878.50亿元，同比增长5.78%，主要源于国内借款的增加。负债总额中，流动负债占16.02%，长期负债占83.98%，铁路总公司负债以长期负债为主，与铁路建设周期长相适应，债务结构合理。

2017年底，铁路总公司流动负债7991.72亿元。流动负债由应付款（占79.29%）和短期负债（占20.71%）构成。2017年底，铁路总公司长期负债41886.78亿元，主要是国内借款。

2018年3月底，铁路总公司负债合计50437.28亿元，基本与上年持平，其中流动负债占14.51%，长期负债占85.49%，负债仍以长期负债为主。

表 3 2016~2018 年 3 月公司有息债务主要构成

（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	1376.87	1655.36	1389.82
长期债务	39507.38	41886.78	43118.82

全部债务	40884.25	43542.14	44508.64
------	----------	----------	----------

资料来源：根据公司财务报表整理

净资产收益率(%)	1.65	1.88	--
-----------	------	------	----

资料来源：根据公司财务报表整理

2017 年底，铁路总公司短期债务、长期债务和全部债务分别为 1655.36 亿元、41886.78 亿元和 43542.14 亿元；2017 年底，铁路总公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.21%、62.07% 和 61.16%。2018 年 3 月底，铁路总公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.27%、62.38% 和 61.64%。

根据 2013 年 12 月 30 日审计署发布的全国政府性债务审计结果，将铁路总公司（原铁道部）发行政府支持债券或以铁路建设基金提供担保等方式形成的债务定义为政府可能承担一定救助责任的债务，即如果铁路总公司出现偿债困难，政府可能承担一定的救助责任。

由于铁路建设规模仍较大，铁路总公司债务负担有所上升，但整体负债水平仍处于合理范围。

4. 盈利能力

2017 年，铁路总公司实现收入合计 10154.49 亿元，同比增长 11.90%，主要系运输收入增长所致；同期，铁路总公司成本合计 9585.41 亿元，同比增长 9.87%，主要系受人工成本上升影响。2017 年，铁路总公司实现利润总额 607.95 亿元（含税后铁路建设基金 483.26 亿元），同比上升 53.35%；同期，铁路总公司税后利润为 18.19 亿元，同比增长 69.08%。

2018 年第一季度，铁路总公司实现收入及利润总额分别为 2456.45 亿元和 158.35 亿元（含税后铁路建设基金 129.79 亿元），税后利润为负。

表 4 2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主要盈利指标
(单位：亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
营业收入	9074.48	10154.49	2456.45
利润总额	396.45	607.95	158.35
营业利润率(%)	3.39	5.11	5.60
总资产收益率(%)	1.15	1.11	--

从盈利指标看，2017 年铁路总公司营业利润率、净资产收益率（加税后建设基金）和总资产收益率（加税后建设基金）分别为 5.11%、1.88% 和 1.11%，同比变动 1.72 个、-0.04 个和 0.23 个百分点。2018 年第一季度，铁路总公司营业利润率为 5.60%。

铁路运输作为中国主要运输方式在短期内不会发生改变，相对较低的运输成本使得铁路运输在与公路、民航运输等方面处于较大的优势，随着国民经济的快速发展，对铁路运输的需求将越来越大，结合铁路运价的提升，铁路网络布局的更加合理，铁路收入将会保持较大的规模，同时在成本上升的情况下，铁路运费尤其是货运价格还有上升的空间，这或将支持铁路总公司未来收入增长。此外，随着铁路投融资体制、运价体系改革和公益性补贴机制的建立，铁路总公司盈利能力有望得到提升。

铁路总公司承担较多的公益性运输在一定程度上影响了其整体盈利水平，总体盈利能力正常。

5. 现金流

从资金来源看，2017 年铁路总公司资金来源为 10512.69 亿元，同比下降 18.06%。其中，贷款占 66.34%，扣除营业税后的建设基金占 4.74%，其他（指通过发行铁路建设债券等渠道筹集的资金）占 15.80%，折旧占 12.94%。

从资金运用看，2017 年铁路总公司资金运用合计 11112.27 亿元，同比下降 12.73%，主要用于基建投资和还本付息。

2017 年，铁路总公司资金来源未能覆盖资金运用所需，差额为 599.58 亿元，由上年年末现金补足。2017 年底，铁路总公司年末现金为 1468.17 亿元，较上年下降 29.00%，对保证建设及还本付息支出提供了一定的资金保障。

2018 年第一季度，铁路总公司资金来源及运用分别达到 2507.48 亿元和 2443.43 亿元，

资金来源能够覆盖资金支出，差额为 64.05 亿元，年末现金为 1532.21 亿元。

铁路总公司经营净现金流入由税后利润、扣除营业税后的建设基金和折旧构成。2017 年，铁路总公司经营净现金流入量为 1876.96 亿元，同比增加 13.08%。

铁路建设仍处于高峰期，铁路总公司建设投资及还本付息资金规模大，对外融资需求很大。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2017 年底铁路总公司流动比率和速动比率分别为 68.42%和 58.64%；2018 年 3 月底上述两指标分别为 77.79%和 67.00%。考虑到铁路总公司强大的资产和收入规模、很强的资金调配能力以及显著的行业地位，整体而言，铁路总公司短期支付能力正常。

长期偿债能力方面，2017 年铁路总公司 EBITDA 为 2728.89 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.59 倍，EBITDA 对利息的保护能力强；全部债务/EBITDA 为 15.96 倍。铁路总公司对全部债务的保护能力极强。

总体看，公司整体偿债能力极强。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司由联合资信评级的公司存续债券共 9 只债券，余额合计 1130.00 亿元。2017 年铁路总公司 EBITDA 和经营净现金流入量分别为 2728.89 亿元和 1876.96 亿元，为上述待偿还债券余额的 2.41 倍和 1.66 倍。2017 年底，铁路总公司现金类资产 1468.17 亿元，为上述待偿还债券余额的 1.30 倍。

联合资信所评的公司存续债券于 2019 年达到单年最大偿付值 450.00 亿元（其中“09 铁道部 MTN2”50.00 亿元、“14 铁道 MTN001”200.00 亿元、“14 铁道 MTN002”100.00 亿元和“14 铁道 MTN003”100.00 亿元）。2017 年铁路总公司 EBITDA 和经营净现金流入量分

别为偿付债券合计本金峰值的 6.06 倍和 4.17 倍。

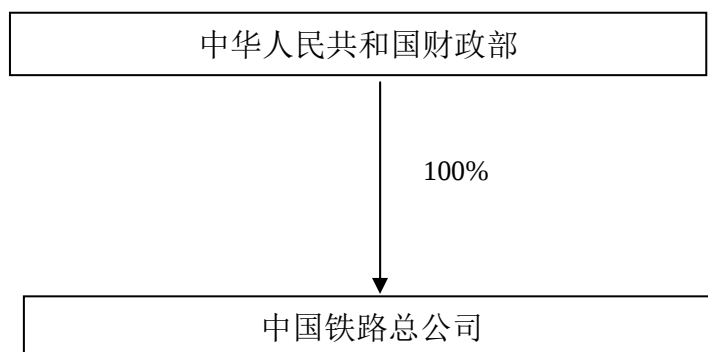
此外，铁路建设基金是原铁道部直接债务融资本息偿付的重要保证。根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字【1996】371 号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。2007 年 1 月，经国务院批准，铁路建设基金继续予以保留。近年来，铁路建设基金规模逐年增长，2017 年为 483.26 亿元。

综合看，铁路总公司 EBITDA、经营净现金流入和现金类资产对存续期内待偿还债券具有很强的保障能力；同时铁路总公司获得国家和地方各级政府的大力支持，有利于缓解铁路总公司对外融资压力。铁路总公司对存续期内待偿还债券具有极强的偿还能力。

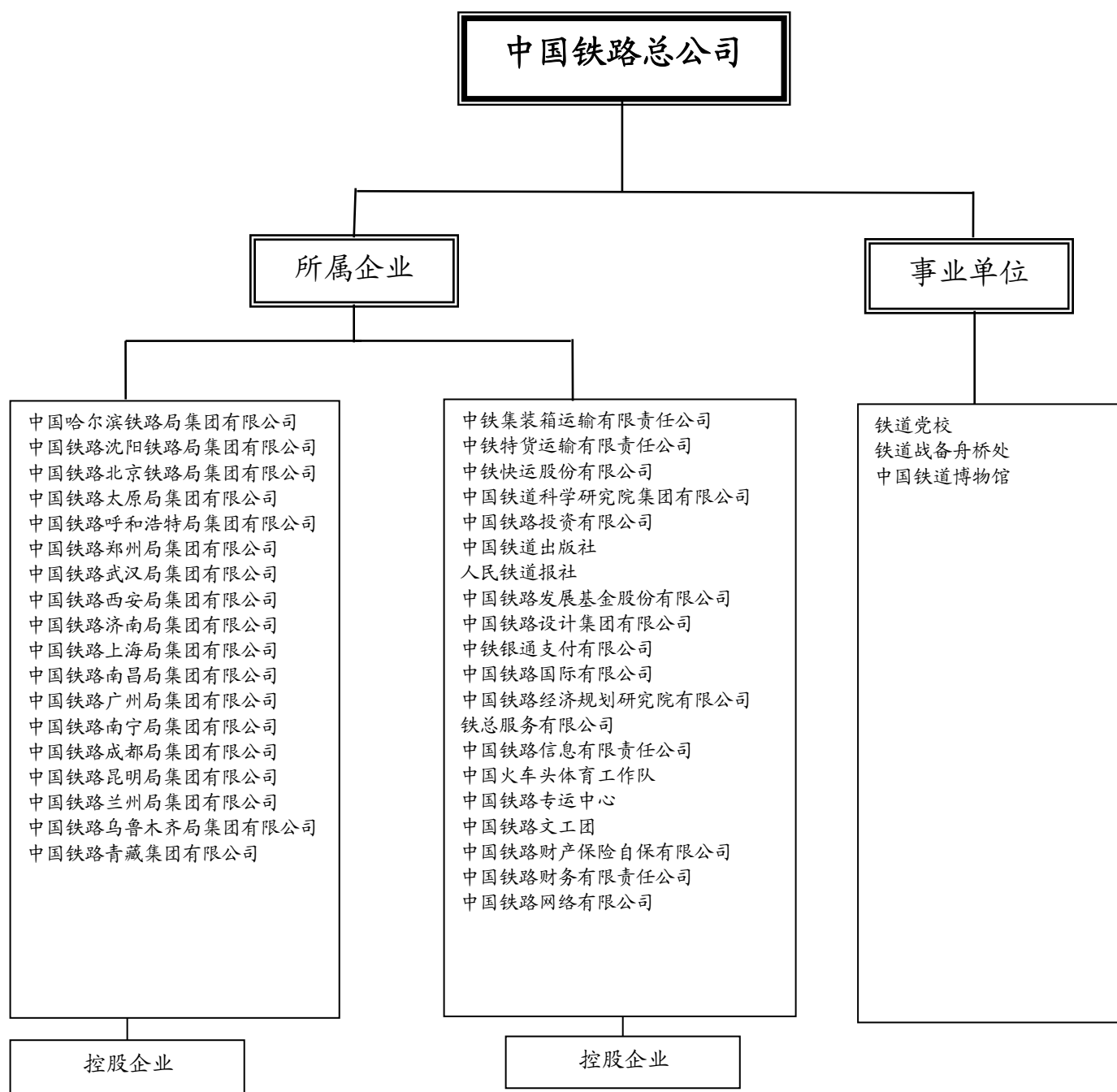
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持铁路总公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“03 中铁债”、“09 铁道部 MTN2”、“14 铁道 MTN001”、“14 铁道 MTN002”、“14 铁道 MTN003”、“15 铁道 MTN001”、“15 铁道 MTN002”、“16 铁道 MTN001”、“16 铁道 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1971.21	2067.75	1468.17	1532.21
资产总额(亿元)	62458.70	72512.61	76483.87	77274.26
所有者权益(亿元)	21507.25	25359.17	26605.37	26836.98
短期债务(亿元)	1215.88	1376.87	1655.36	1389.82
长期债务(亿元)	33885.26	39507.38	41886.78	43118.82
全部债务(亿元)	35101.84	40884.25	43542.14	44508.64
运输收入(亿元)	5837.41	5928.36	6942.54	1786.72
利润总额(亿元)	534.56	396.45	607.95	158.35
EBITDA(亿元)	2414.38	2377.07	2728.89	--
经营性净现金流(亿元)	1570.00	1659.89	1876.96	498.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.75	3.33	3.48	--
存货周转次数(次)	8.57	9.30	10.02	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.13	0.14	--
营业利润率(%)	5.03	3.39	5.11	4.58
总资本收益率(%)	1.39	1.15	1.11	--
净资产收益率(%)	2.12	1.65	1.88	--
长期债务资本化比率(%)	61.17	60.91	61.16	61.64
全部债务资本化比率(%)	62.01	61.72	62.07	62.38
资产负债率(%)	65.57	65.03	65.21	65.27
流动比率(%)	74.78	77.72	68.42	77.79
速动比率(%)	63.89	67.85	58.64	67.00
EBITDA 利息倍数(倍)	3.10	3.16	3.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.54	17.20	15.96	--

注：计算净资产收益率时已将税后建设基金计算在内。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期/上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	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 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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，违约风险较高
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。