

信用评级公告

联合〔2021〕693号

联合资信评估股份有限公司通过对中国国家铁路集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国国家铁路集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国国家铁路集团有限公司 2021 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年一月二十五日



中国国家铁路集团有限公司

2021 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 200 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 铁路建设、机车车辆购置及运营资金

评级时间: 2021 年 1 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

中国国家铁路集团有限公司(以下简称“中国铁路”或“公司”)前身为中国铁路总公司(以下简称“铁路总公司”), 是中华人民共和国原铁道部企业职能的承接主体。联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司的资产规模和收入规模庞大, 现金流良好, 综合实力雄厚, 并在市场地位和政府支持等方面具有显著优势。同时, 联合资信关注到 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对铁路运输业行业造成较大冲击、铁路建设投资规模大、运输成本上涨等因素对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战略地位, 行业发展前景良好。随着公司在建项目的持续推进和完工项目逐步投入运营, 公司的收入水平有望保持增长趋势, 规模经济效益有望进一步体现。截至报告出具日, 中国的新冠疫情已得到有效控制, 铁路行业的生产经营有序恢复。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA 和经营活动净现金流对本期中期票据具有很强的保障能力。基于对公司主体长期信用的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 行业前景良好。铁路在国民经济和社会发展中具有重要的战略地位, 近年来铁路运输客货运需求较快增长, 铁路建设规模不断扩大, 铁路行业发展前景良好。
2. 公司的行业地位显著。近年来, 随着铁路路网结构的优化、车辆装备水平以及运输效率的提升, 公司竞争实力明显增强, 在铁路运输领域保持市场主导地位。
3. 政府支持力度大。公司享有国家和地方各级政府的多种优惠政策及运输补贴等多项政府支持, 融资支持方面, 公司发行的铁路建设债券均由铁路建设基金提供担保。

分析师：张依 刘沛伦

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

关注

- 1. 融资需求大。**未来中国铁路建设仍将保持较大规模，公司资本支出规模大，债务规模将有所上升，对外融资需求有所增加。
- 2. 改革措施有待明确。**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。
- 3. 受宏观环境影响大。**铁路运输易受经济周期、政策等外部环境的影响。2020年初爆发的新冠肺炎疫情短期内对铁路运输行业造成较大冲击，全国旅客流动量显著下降。联合资信将持续关注疫情对铁路运输业及公司的影响。

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产（亿元）	1468.17	1145.43	1225.44	1129.75
资产总额（亿元）	76483.87	80023.39	83149.63	84561.66
权益（亿元）	26605.37	27889.60	28290.41	28851.46
短期债务（亿元）	1655.36	458.97	709.31	1552.48
长期债务（亿元）	41886.78	45154.05	47657.35	47494.54
全部债务（亿元）	43542.14	45613.02	48366.66	49047.02
运输收入（亿元）	6942.54	7658.57	8168.46	4630.70
利润总额（亿元）	607.95	705.92	769.85	-324.17
EBITDA（亿元）	2728.89	3266.33	3630.07	--
经营性净现金流（亿元）	1876.96	2317.90	2470.76	973.53
营业利润率（%）	5.11	5.03	4.54	-7.08
净资产收益率（%）	1.88	1.96	1.99	--
资产负债率（%）	65.21	65.15	65.98	65.88
全部债务资本化比率（%）	62.07	62.06	63.09	62.96
流动比率（%）	68.42	75.86	60.31	59.37
速动比率（%）	58.64	64.39	49.15	47.87
现金短期债务比（倍）	0.89	2.50	1.73	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	4.05	3.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.96	13.96	13.32	--

注：计算净资产收益率时已将税后建设基金考虑在内

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/1/6	张依 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2003/08/06	邵立强 张文鹏	债券资信评级方法(2003)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国国家铁路集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国国家铁路集团有限公司

2021 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国铁路”或“公司”）前身为中国铁路总公司（以下简称“铁路总公司”）。铁路总公司是依据中华人民共和国国务院（以下简称“国务院”）《关于组建中国铁路总公司有关问题的批复》（国函〔2013〕47号，以下简称“《组建批复》”）于2013年3月14日注册成立的全民所有制企业，由中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）代表国务院履行出资人职责。2019年6月14日，根据《财政部关于中国铁路总公司公司制改革有关事项的批复》（财建〔2019〕315号，以下简称“《改制批复》”），铁路总公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后名称变更为现用名，仍由财政部代表国务院履行出资人职责。截至2020年9月底，公司注册资金为17395亿元，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。国务院为公司实际控制人。

公司经营范围：铁路客货运输；承包与其实力、规模、业绩相适应的对外承包工程项目；并派遣实施上述对外承包工程所需的劳务人员。铁路客货运输相关服务业务；铁路工程建设及相关业务；铁路专用设备及其他工业设备的制造、维修、租赁业务；物资购销、物流服务、对外贸易、咨询服务、运输代理、广告、旅游、电子商务、其他商贸服务业务；铁路土地综合开发、卫生检测与技术服务；国务院或主管部门批准或允许的其他业务；互联网信息服务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；提供互联网药品、医疗器械信息服务以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

公司以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营。公司负责铁路运输统一调度指挥，统筹安排路网性运力资源配置，承担国家规定的公益性运输任务，负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理。

公司内设机构共27个，包括办公厅（党组办公室、董事会办公室）、发展和改革委员会、企业管理和法律事务部、财务部、科技和信息化部（总工程师室）、人事部（党组组织部）、劳动和卫生部、国际合作部（港澳台办公室）、经营开发部、物资管理部、运输统筹监督局（总调度长室）、客运部、货运部、调度部、机辆部、工电部、建设管理部、安全监督管理局、审计和考核局、监察局（与党组纪检组合署办公）、宣传部（党组宣传部）、党组巡视工作领导小组办公室、中华全国铁路总工会、全国铁道团委、直属机关党委、离退休干部局、川藏铁路工程建设总指挥部（领导小组）办公室。公司另设直属机构3个，包括工程管理中心、工程质量监督管理局（工程管理中心、工程质量监督管理局实行合署办公）、资金清算中心（与中国铁路财务有限责任公司为一个机构两块牌子）、档案史志中心；设派出机构12个，包括安全监督管理特派员办事处及审计特派员办事处各6个。

截至2020年9月底，公司下设铁路局集团公司、专业运输公司等34家企业以及3个事业单位。

截至2019年底，公司资产总额83149.63亿元，权益合计28290.41亿元。2019年，公司实现收入合计11348.41亿元（其中运输收入8168.46亿元），利润总额769.85亿元（含税后铁路建设基金537.45亿元）。

截至2020年9月底，公司资产总额84561.66亿元，权益合计28851.46亿元。2020年1—9月，公司实现收入合计6794.64亿元（其

中运输收入 4630.70 亿元），利润总额-324.17 亿元（含税后铁路建设基金 381.03 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。

二、本期中期票据概况

公司本期计划发行 2021 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 200 亿元，期限 5 年。本期中期票据按年计息，到期一次性还本，募集资金将全部用于铁路建设、机车车辆购置及运营中的资金周转。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加

强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1—8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长0.2%，上半年为同比下降2.7%；制造业投资同比下降6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长5.6%，上半年为同比增长1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。

2020年前三季度中国货物贸易进出口总值3.3万亿美元，比去年同期下降1.8%。其中，出口1.8万亿美元，同比下降0.8%；进口1.5万亿美元，同比下降3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为-13.4%、0.1%和8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至2020年9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较6月中旬上升4.8个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落，PPI降幅收窄。

2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。

2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿

元，较上年同期增长13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。

2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势

较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上半年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至2020年9月底，在实行直达管理的1.70万亿元资金中，各地已将1.57万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出1.02万亿元，占中央财政已下达地方资金的61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9月份三次降准释放长期流动性1.75万亿元，开展中期借贷便利MLF操作，净投放中期流动性4100亿元，满足金融机构合理

的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020年9月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.34%、5.21%和4.52%，较6月（分别为4.14%、5.11%和4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及经营环境

铁路在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国铁路运输的客货运量增长较快，铁路建设规模维持较高水平，未来仍有较大发展空间。随着铁路运输供给侧结构性改革的逐步深入，中国铁路市场活力不断增强，行业发展前景良好。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

1. 行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。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。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至2019年底，中国铁路营业里程13.9万公里以上，其中高铁3.5万公里；全国铁路路网密度145.5公里/万平方公里；其中，复线里程8.3万公里，复线率59.0%；电气化里程10.0万公里，电化率71.9%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：中国铁路独资投资建设铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由中国铁路控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由中国铁路负责铁路资产后续的运营管理。

2. 铁路运输

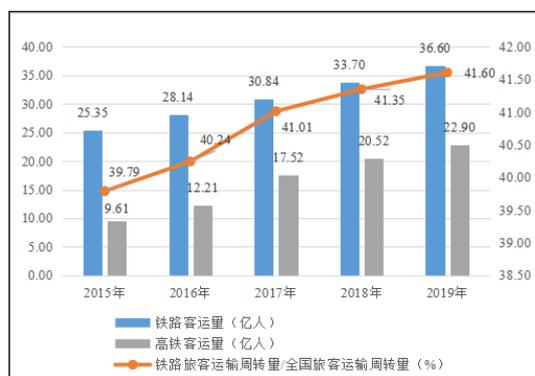
铁路是现代主要的运输方式之一，由于其不易受气候和自然条件等因素影响，且运输能力及单车装载量大，在运输的经常性和低成本

性方面具备明显优势。

客运量方面，近年来，中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长；受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2019年，全国铁路旅客发送量 36.60 亿人，同比增长 8.4%；铁路旅客周转量 14706.64 亿人公里，同比增长 4.0%，占全国旅客运输周转量比重为 41.60%，较上年提升 0.25 个百分点，位居四大交通运输方式之首。其中，全国高铁旅客发送量 22.90 亿人，同比增长 14.2%，增速维持高位；高铁动车组客运量占铁路总客运量比重增至 62.57%，同比提升约 3 个百分点。

客运价格变化方面，2017 年 4 月起，中国铁路对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30%，一等座涨幅在 65%~70%；2019 年 12 月，中国铁路进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。

图 1 中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019 年，中国铁路货运总发送量 43.89 亿吨，同比增长 7.2%；铁路货运总周转量 30181.95 亿吨公里，同比增长 4.3%。从运输货种看，煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在 40%¹左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在 7%左

¹ 统计口径为国家铁路

右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019 年周转量占全国货物周转量的比重约为 15%。

货运价格变化方面，2018 年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，中国铁路在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，还采取降了低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。

3. 铁路投资

基本建设方面，“十三五”期间，中国铁路行业固定资产投资保持相对稳定，年投资额均维持在 8000 亿元以上规模，经历三年建设期后，投产新线大幅增长，以高铁为主。根据国家铁路局发布的《中国铁道统计公报》，2019 年，中国铁路行业完成固定资产投资 8029 亿元，投产新线 8489 公里，其中高速铁路 5474 公里。

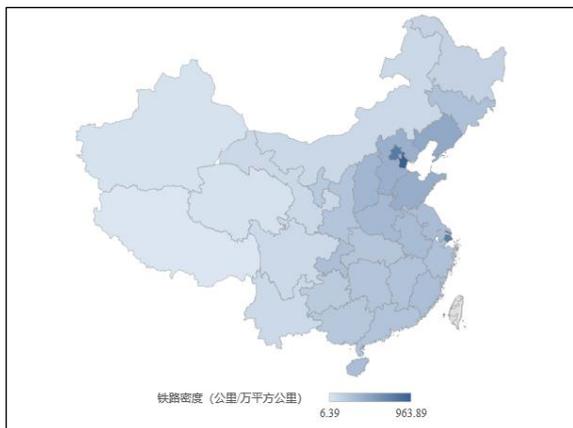
表 2 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产投资	8238	8015	8010	8028	8029
投产新线	9531	3281	3038	4683	8489
高铁投产新线	3306	1903	2182	4100	5474
新开工项目数	61	46	35	22	26

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2018 年底，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达 963.89 公里/万平方公里，北京、上海次之，铁路密度均超过 700 公里/万平方公里；西藏密度最低，为 6.39 公里/万平方公里，云南、新疆、青海同样较低，均不足 100 公里/万平方公里。总体看，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

图 2 中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计

资料来源：联合资信根据中国统计局披露数据整理

2020年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，至“十三五”末，中国铁路的营业里程计划达到15万公里，其中高速铁路营业里程达到3万公里。截至2019年底，中国已完成“十三五”规划中高速铁路建设总体要求，全国铁路总里程和规划目标还有1.1万公里的差距。根据《2019年政府工作报告》及中国铁路发布的建设计划，2020年中国将推进“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路规划建设等，全国计划完成铁路投资8000亿元。

4. 行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，加快推进铁路建设，既利当前，又利长远，对稳增长、调结构、惠民生具有重要意义。中国

铁路投资长期以中央政府投资为主导，在“十二五”时期经历了高速发展阶段。随着铁路建设的快速推进，中国铁路也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显；此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2015年7月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015年10月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在2015年12月和2017年10月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018年9月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019年9月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。

表 3 铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015年7月10日	《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》发改基础〔2015〕1610号	全面开放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、建立健全工作机制
2015年10月12日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015年12月23日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：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；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定

发布日期	文件名称	主要内容
2017年12月14日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163号	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，具体包括：1、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。2、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。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018年9月17日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量
2019年9月19日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

2020年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降，并导致大量建设工程项目暂停。2020年1—8月，全国铁路运输旅客发送量和周转量同比分别下降48.8%和52.1%；货运总发送量和货运总周转量同比分别增长4.7%和0.8%，增速较上年同期有所下降；铁路固定资产投资累计完成4539.44亿元，较上年同期（4495.79亿元）有所增长。

长期而言，铁路投资是基础设施建设稳增长、拉动内需的重要发力点，尤其在经济下行压力加大的情况下，能够对促进经济平稳健康发展发挥关键作用。目前，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，供需矛盾仍然紧张，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

根据《中长期铁路网规划》，到2025年中国铁路网规模计划达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里；到2030年，基本实现内外互联互通、省市区县通达覆盖。届时，不同铁路之间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好的经营基础。同时，铁路货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势，加之“公转铁”政策的大力推行，铁路货运市场份额有望继续扩大；铁路客运价格调整有助于优化资源配置，改善铁路运输企业营收状况。随着铁

路供给侧改革的深入实施，社会资本参与合作竞争的意愿有望增强，铁路投融资方式有望逐步多元化，有助于缓解中国铁路债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

五、基础素质分析

公司承接了铁路总公司全路集中统一指挥调度的管理模式，生产运营体系的特殊性未发生本质改变，保留了市场主导地位，规模优势突出，行业优势明显，继续享有国家和地方各级政府在融资、债务处理、国有资产收益免缴以及公益性运输补贴等方面的支持。

1. 股权状况

公司是国有独资公司；国务院是公司唯一股东及实际控制人。

2. 经营规模及竞争力

2019年6月，经国务院批准同意，铁路总公司改制为中国国家铁路集团有限公司，完成工商变更并在北京挂牌。铁路总公司的债权、债务、品牌、资质证照、知识产权等均由中国铁路承继。

公司以铁路客货运输为主业，实行多元化经营，主要负责铁路运输统一调度指挥，统筹

安排路网性运力资源配置，承担国家规定的公益性运输任务，负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理。除铁路客货运输业务外，公司还从事包括交通运输（物流、装卸等）、批发和零售、建筑、租赁和商务服务（旅行社和广告等）、制造、科研技术服务等多个行业在内的其他业务。

按股权持有者划分类型，我国铁路类型包括国家铁路、非控股合资铁路和地方铁路，国家铁路即由公司控股的铁路。自2013年铁路总公司成立以来，公司旅客发送量及周转量全国占有率维持在97%以上，铁路货运发送量全国占有率基本维持在近80%，铁路货运周转量全国占有率基本维持在近90%，具有绝对市场优势。

铁路仍处于建设发展的重要时期，同时承担很多公益性任务，考虑到铁路改革持续推进，未来铁路建设发展、投融资机制、运输价格、公益性线路和运输补贴机制等仍有待进一步明确和完善。联合资信将持续关注上述改革进程对公司后续经营产生的影响。

3. 政府支持

中国铁路承继了铁路总公司的债权、债务、品牌、资质证照、知识产权等，将继续享有国家和地方各级政府的各项优惠政策。

融资支持

(1) 铁路建设债券

2011年10月，国家发改委下发《国家发展改革委办公厅关于明确中国铁路建设债券政府支持性质的复函》，明确提出“铁路建设债券具有政府支持地位”。铁路总公司成立后，国务院发文继续明确铁路建设债券为政府支持债券。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，铁路总公司及原铁道部发行的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被定义为政府可能承担一定救助责任的债务。

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。

发行铁路建设债券是公司融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，极大提升了其偿还的安全性。

(2) 投资人税费优惠

财政部和国家税务总局2011年10月下发《关于铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》（财税〔2011〕99号），规定对铁道建设债券利息收入减半征收企业所得税。根据财政部和国家税务总局2016年发布的《关于铁路债券利息收入所得税政策问题的通知》（财税〔2016〕30号），税收优惠政策范围进一步扩大：增加“对个人投资者持有2017—2019年发行的铁路债券取得的利息收入，减按50%计入应纳税所得额计算征收个人所得税”；扩大债券利息税收减免的范围，增加中期票据、短期融资券等债务融资工具。

铁路总公司成立后，继续享有相关税收优惠政策，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。铁路总公司改制后，国务院及相关部门给予铁路总公司的支持政策和优惠政策继续适用于公司。

债务处理

《组建批复》明确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，妥善解决原铁道部及下属企业负债，国家原有的相关支持政策不变，在中央政府统筹协调下，综合采取各项措施加以妥善处理，由财政部会同国家有关部门研究提出具体处理方式。根据《改制批复》，铁路总公司的全部债权债务由公司承继。

国有资产收益免缴

针对铁路总公司的国有资产收益，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。

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。

总体来看，各项政策将有利于公司降低融资成本，进一步充实资金来源，为公司的经营发展提供有力支撑，但部分政策仍有待进一步明确和完善。

4. 人员状况

公司高级管理人员均具备多年的铁路行业工作经历和管理经验，综合素质高，能够较好地满足经营需要。

公司董事会成员及高级管理人员共 11 人，相关行业从业经验丰富。

陆东福先生，现任公司董事长、党组书记；历任上海铁路局党委副书记，上海铁路局党委副书记兼上海市轨道交通明珠线工程指挥部副指挥、上海铁路局轨道交通开发总公司总经理，上海铁路局副局长、党委常委兼上海市轨道交通明珠线工程指挥部副指挥、上海铁路局轨道交通开发总公司总经理，上海铁路局副局长兼上海铁路分局分局长，上海铁路局局长、党委副书记，铁道部副部长、党组成员，交通运输部副部长、党组成员，国家铁路局局长、党组书记，铁路总公司总经理、党组书记；现同时担任十三届全国人大常委会委员，环境与资源保护委员会副主任委员。

杨宇栋先生，现任公司董事、总经理、党组副书记；历任太原铁路局副局长、党委委员，柳州铁路局副局长、党委常委，南宁铁路

局常务副局长、党委常委，中铁快运股份有限公司董事长、总经理、党委副书记，呼和浩特铁路局局长、党委副书记，北京铁路局局长、党委副书记，铁路总公司副总经理、党组成员，交通运输部副部长、党组成员，国家铁路局局长、党组书记；现同时担任第十九届中央纪律检查委员会委员。

5. 企业信用记录

截至本报告出具之日，原铁道部、铁路总公司和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、铁路总公司和公司无逾期或违约偿付记录。总体看，公司信用记录情况良好。

六、管理分析

公司初步建立了较为规范的法人治理体系。未来公司将继续深化公司制改革，推进体制机制创新，逐步建立完善的公司法人治理结构。联合资信关注到由于公司下属成员单位数量多，组织机构复杂，公司管理体质改革的实际效果进程有待进一步观察。

1. 治理结构

根据《中国国家铁路集团有限公司章程》，公司不设股东会，由财政部代表国务院履行出资人职责。

公司设董事会，对出资人负责，董事会由 11 名成员组成，其中职工董事 1 人；设监事会，监事会机构设置及职责等具体事宜根据《中华人民共和国公司法》以及中央深化国有企业改革部署进行调整完善。董事会行使下列职权：

(1) 执行出资人的决定，接受财政部的指导和监督，保障公司和董事会的运作依法规范；(2) 制订公司章程修改草案；(3) 制订公司中长期发展战略规划；(4) 决定公司的经营计划和投融资方案；(5) 制订公司的年度财务预算方案、决算方案和国有资本经营预算和决算方案；(6)

制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；(7) 制订发行公司债券的方案；(8) 制订公司及铁路局集团公司增加或者减少注册资本、公司对外转让铁路局集团公司国有资产事项的方案；

(9) 制订公司及铁路局集团公司合并、分立、解散以及改制方案；(10) 决定公司内部管理机构的设置；(11) 按程序聘任或者解聘由董事会管理的高级管理人员，根据有关规定进行经营业绩考核并决定其薪酬事项；(12) 审批除铁路局集团公司外的子企业合并、分立、解散以及改制方案；(13) 制定公司的基本管理制度；(14) 国家有关法律法规和公司章程规定及出资人授予的其他职权。

截至报告出具日，公司董事会成员共6名，包括3名外部董事，联合资信持续关注公司空缺董事成员到位情况。

公司设经理层。经理层设总经理1人，总经理兼任董事或副董事长；副总经理、总会计师5人；设总工程师、总经济师、总调度长、安全总监、总法律顾问各1人。

总经理对董事会负责，定期向董事会报告工作，接受董事会的监督管理，并行使以下职权：(1) 主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司党组和董事会决议；(2) 制订公司年度经营计划和投融资方案，并根据董事会决议组织实施；(3) 贯彻国家安全生产政策和法律规定，研究铁路运输安全重大问题，落实铁路运输安全责任；(4) 行使铁路统一的组织管理和调度指挥权；(5) 拟订公司财务预算方案、决算方案；(6) 拟订公司发行债券的方案；(7) 拟订公司内部管理机构设置方案；(8) 拟订公司的基本管理制度；(9) 制定公司的具体规章；

(10) 提请聘任或者解聘公司副总经理及总会计师、总工程师、总经济师、总调度长、安全总监、总法律顾问；(11) 根据党组意见，按照管理权限，决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员；(12) 按法定程序和出资比例，向所出资企业委派或更换股东代表，任命或推荐所出资企业董事会、

监事会和经理层成员；(13) 根据国家规定制定公司职工工资、福利、奖惩方案；(14) 审批子企业对外投资、借贷、担保、发行股票和债券等重大事项；(15) 审批子企业章程；(16) 审批除铁路局集团公司外的子企业注册资本增加或减少的方案；(17) 董事会授予的其他职权。

截至报告出具日，公司经理层共有总经理1名（兼任公司董事）、副总经理4名和总会计师1名，联合资信持续关注公司空缺经理层成员到位情况。

2. 管理水平

公司严格执行《铁路法》《铁路安全管理条例》《铁路建设基金管理办法》等国家法律法规，制定了预算管理、财务管理、重大投融资决策、安全运营、建设管理、担保管理、关联交易管理以及对下属单位管理等一系列规章制度，进一步强化了内部风险控制。

预算管理方面，公司制定了《铁路企业全面预算管理办法》《铁路企业财务预算管理责任追究暂行办法》等规章制度，规定了全面预算管理遵循的原则，包含预算管理的内容、编制程序等，并严格规定预算管理责任，发挥了全面预算管理统筹配置企业资源、提高铁路企业经营管理水平和经营效益的作用。

财务管理方面，公司制定了《国家铁路运输企业财务管理规定》《铁路基本建设资金管理暂行办法》《部属铁路企业资金管理暂行办法》等规章制度，完善了财务管理的约束机制和监督机制，提高了铁路企业资源统筹配置的规范性和效率。

重大投融资决策方面，公司制定了《铁路局领导班子决策“三重一大”事项的暂行规定》《部属铁路企业资金管理暂行办法》等规章制度，明确了铁路运输企业在资金筹集管理、大额资金使用方面的决策方式、决策程序，规定了资金使用的安全评估和检查监督工作，落实相关责任，确保资金安全。

安全运营方面，公司制定了《铁路技术管理规程》《中国铁路总公司安全管理规定》《铁路旅客运输管理规则》等规章制度，规范了铁路技术管理，提高了铁路安全管理水平，保证了铁路运输秩序，保障了铁路运输和旅客生命和财产安全。

建设管理方面，公司制定了《铁路建设管理办法》《铁路建设项目施工招投标实施细则》《铁路建设项目工程质量管理办法》和《铁路建设项目安全生产管理办法》等规章制度，规范了铁路建设工程招标投标活动，加强了铁路建设工程质量管理，保障了铁路建设工程的安全。

担保管理方面，公司制定了《部属铁路企业资金管理暂行办法》，明确规定铁路企业不得对非控股企业及路外企业提供担保，不得为个人提供担保，重大担保事项需报中国铁路审批；要求铁路企业建立健全担保管理制度，规定了担保的风险评估、审批、办理程序及各环节的责任。

关联交易管理方面，公司根据国家相关规定严格管理关联交易，在合并报表编制时，按照《企业会计制度》和《合并会计报表暂行规定》等有关规定处理关联交易事项和抵消事项。

对下属单位管理方面，公司制定了《中国铁路总公司行政机构编制管理办法》《关于建立铁路局盈亏与工效挂钩机制的通知》《铁路局工资总额与经济效益挂钩办法》《中国铁路总公司企业财务管理暂行办法》《中国铁路总公司所属企业负责人经营业绩考核办法》等一系列管理办法，对下属单位人事、劳资、财务、经营等方面加强管理和指导。

七、经营分析

1. 经营概况

铁路运输收入是公司的主要收入来源，近年来持续增长，受铁路客货运价水平总体较低和铁路折旧成本较大影响，公司综合毛利率处于较低水平。2020年1-9月，受新冠肺炎疫情影响，铁路运输业务受到较大冲击，公司收入较2019年同期大幅下降，毛利率由正转负。

2017-2019年，公司收入持续增长，分别为10154.49亿元、10955.31亿元和11348.41亿元，运输收入和其他收入结构保持稳定。

2017-2019年，运输收入（含税前建设基金）是公司的主要收入来源，分别占收入合计的68.37%、69.91%和71.98%。受宏观经济环境向好、铁路路网建设推进等因素影响，公司运输收入持续增长，年均复合增长8.47%。从运输收入构成看，2019年客运收入在运输收入中的比重略有升高，为运输收入的主要来源。2019年，公司实现客运收入3918.34亿元，占运输收入的47.97%；实现货运收入3618.82亿元，占运输收入的44.30%；实现其他运输收入631.30亿元，占运输收入的7.73%。

除铁路客货运输业务外，公司还从事包括交通运输（物流、装卸等）、批发和零售、建筑、租赁和商务服务（旅行社和广告等）等其他业务，2017-2019年分别实现收入3211.95亿元、3296.74亿元和3179.95亿元，2019年同比下降3.54%。

毛利率方面，受铁路客货运价水平总体较低和铁路折旧成本较大影响，公司综合毛利率处于较低水平，其中运输业务持续处于亏损状态。

表4 公司收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1-9月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
运输收入	6942.54	68.37	-10.84	7658.57	69.91	-11.74	8168.46	71.98	-10.72	4630.70	68.15	-31.76
货运收入	3160.28	31.12	/	3522.47	32.15	/	3618.82	31.89	/	2647.43	38.96	/
客运收入	3197.46	31.49	/	3569.78	32.58	/	3918.34	34.53	/	1632.69	24.03	/

其他运输收入	584.80	5.76	/	566.32	5.17	/	631.30	5.56	/	305.58	4.50	/
其他收入	3211.95	31.63	41.15	3296.74	30.09	45.57	3179.95	28.02	45.52	2163.94	31.85	47.24
合计	10154.49	100.00	5.60	10955.31	100.00	5.50	11348.41	100.00	5.04	6794.64	100.00	-6.60

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年初爆发的新冠肺炎疫情短期内对铁路运输业造成较大影响，全国旅客流动量显著下降。2020年1—9月，公司实现含税收入6794.64亿元，相当于2019年全年的59.87%。2020年1—9月，公司实现运输收入4630.70亿元，较2019年同期下降24.80%。其中，货运收入2647.43亿元，较2019年同期小幅下降1.32%；客运收入1632.69亿元，较2019年同期大幅下降46.33%；其他运输收入350.58亿元，较2019年同期下降45.53%。2020年1—9月，公司实现其他收入2163.94亿元。毛利率方面，2020年1—9月，公司运输业务亏损加剧，公司综合毛利率由正转负。

2. 业务经营分析

运输概况

近年来，公司铁路旅客发送量和周转量全国占有率均在97%以上，铁路货运发送量和周转量全国占有率分别维持在近80%和近90%；随着铁路路网的逐步完善和大宗商品铁路运输需求提升，公司旅客和货物的发送量和周转量近年来均保持稳定增长。2020年1—9月，受新冠肺炎疫情影响，国家铁路运营数据表现不佳。

客运方面，近年来，全国铁路客运量保持稳定增长。2017—2019年，公司铁路旅客发送量年均复合增长8.54%，铁路旅客周转量年均复合增长4.14%，2019年分别达到35.79亿人和14529.55亿人公里。期间，公司铁路旅客发送量和周转量全国占有率均在97%以上。

货运方面，近年来，全国铁路货运量持续回升，一方面由于宏观经济企稳带动大宗商品需求增加，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；另一方面由于公路治超、环保治霾的持续向严和货物运输结构优化的不断推进，公路货运向铁路货运分流。2017

—2019年，公司铁路货运发送量年均复合增长8.58%，铁路货运周转量年均复合增长5.88%，2019年分别达到34.40亿吨和27009.55亿吨公里。期间，公司铁路货运发送量和周转量全国占有率分别维持在近80%和近90%。

表5 全国及公司铁路运输情况
(单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
全国铁路旅客发送量	30.84	33.75	36.60	15.09
国家铁路	30.38	33.17	35.79	14.86
占比	98.51	98.28	97.78	98.48
全国铁路旅客周转量	13456.92	14146.58	14706.64	5845.49
国家铁路	13396.96	14063.99	14529.55	5839.49
占比	99.55	99.42	98.80	99.90
全国铁路货运发送量	36.89	40.26	43.89	33.24
国家铁路	29.18	31.91	34.40	26.24
占比	79.10	79.26	78.38	78.94
全国铁路货运周转量	26962.20	28820.99	30181.95	22143.27
国家铁路	24091.70	25800.96	27009.55	19907.52
占比	89.35	89.52	89.49	89.90

注：国家铁路即中国铁路控股的铁路

资料来源：联合资信根据国家铁路局公布的铁道统计公报、2020年9月全国铁路主要指标完成情况、2020年1—9月国家铁路主要指标完成情况整理

2020年初，因新冠肺炎疫情爆发，全国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降。2020年1—9月，受新冠肺炎疫情影响，公司铁路旅客发送量完成14.86亿人，较2019年同期大幅下降45.8%；公司铁路旅客周转量5839.49亿人公里，较2019年同期大幅下降49.0%。同期，公司铁路货运总发送量完成26.24亿吨，同比上升4.58%；公司铁路货运总周转量完成19907.52亿吨公里，同比上升1.2%。联合资信将持续关注本次疫情对公司经营产生的影响及后续客货运输需求恢复情况。

运输安全

2019年，全国铁路未发生铁路交通特别重大、重大事故；发生较大事故4件，同比增加3件。铁路交通事故死亡人数788人，同比减少69人，下降8.1%。

铁路建设

2019年，全国铁路固定资产投资完成8028亿元，其中国家铁路完成7511亿元；投产铁路新线8489公里，其中高速铁路5474公里。2019年，京张高速铁路、京雄城际铁路北京大兴机场段、昌赣高速铁路、成贵高速铁路、郑万高速铁路郑州至襄阳段、徐盐高速铁路、浩吉铁路等51条新线建成投产。2020年1—9月，受新冠肺炎疫情疫情影响，全国铁路固定资产投资完成5531.23亿元，其中国家铁路及公司参股合资铁路完成投资5173.88亿元。

2019年底，全国铁路营业里程达到13.9万公里，其中，高速铁路营业里程达到3.5万公里；复线里程8.3万公里，复线率59.0%；电气化里程10.0万公里，电化率71.9%；西部地区铁路营业里程5.6万公里。2019年底，全国铁路路网密度145.5公里/万平方公里。

2019年底，全国铁路机车拥有量为2.2万台。其中，内燃机车0.8万台，电力机车1.37万台。全国铁路客车拥有量为7.6万辆，其中，动车组3665标准组、29319辆。全国铁路货车拥有量为87.8万辆。

根据公开信息显示，2020年，全国铁路固定资产投资完成7819亿元；京雄城际、银西高铁、郑太高铁、连镇高铁、盐通高铁、沪苏通铁路、格库铁路、大临铁路等多条新线开通运营，累计投产里程4933公里，全国铁路网规模和质量显著提升，“八纵八横”高铁网加密成型。川藏铁路雅安至林芝段11月8日正式开工建设；2020年新开工项目20个。2021年，全国铁路投资计划投产新线3700公里左右。

技术创新及节能减排

重要技术标准制定方面，2019年，报经国家标准委审批发布铁道国家标准15项，发布铁道行业标准（技术标准）公告9批、铁道行

业标准（工程建设标准）公告8批、铁路工程造价标准公告1批、关于下调铁路工程造价标准增值税税率的公告1批。知识产权及获奖成果方面，2019年，铁道行业获国家科学技术奖6项，完成铁路重大科技创新成果库入库铁路科技项目280项。

节能减排方面，2019年，国家铁路能源消耗折算标准煤1634.77万吨，比上年增加10.57万吨；单位运输工作量综合能耗3.94吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少0.13吨标准煤/百万换算吨公里；单位运输工作量主营综合能耗3.84吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少0.03吨标准煤/百万换算吨公里。

3. 未来发展

2016年7月，国家发改委、交通运输部和公司印发《中长期铁路网规划》（以下简称“《规划》”），规划期为2016—2025年，远期展望到2030年。《规划》中明确要扩大完善铁路基础设施网络和提升运输服务水平，支撑和引领经济社会相关领域深度融合发展。《规划》确定了五点未来铁路发展目标：一是打造“八纵八横”为主干，城际铁路为补充的高速铁路网，实现相邻大中城市间1~4小时交通圈、城市群内0.5~2小时交通圈。二是完善普速铁路网，扩大中西部路网覆盖，优化东部网络布局，实现铁路交通基本覆盖县级以上行政区。三是按照“零距离”换乘要求，同站规划建设以铁路客站为中心、衔接其他交通方式的综合交通体，形成配套便捷、站城融合的现代化交通枢纽。四是培育壮大高铁经济新业态，促进沿线区域交流合作和资源优化配置，加速产业梯度转移，带动制造业和整个经济转型升级。五是鼓励支持地方政府和广泛吸引包括民间投资、外资等在内的社会资本参与铁路投资建设。公司要推进自身改革，加快建立现代企业制度，盘活现有资产，用市场化方式多渠道融资，在铁路建设发展中发挥关键作用。

2019年9月，中共中央、国务院印发实施

《交通强国建设纲要》(以下简称“《纲要》”)。铁路及轨道建设方面,《纲要》要求进一步完善铁路先行的措施和方案,制定交通强国铁路先行行动计划,推动铁路发展由速度规模型向质量效益型转变,加大铁路基础设施补短板力度。在基础设施布局方面,推进干线铁路、城际铁路、市域(郊)铁路、城市轨道交通融合发展;在运输服务方面,构建以高铁为主的大容量、高效率的区际快速客运服务系统;优化运输结构,加快推进“公转铁”重点项目建设,推进大宗货物和中长距离货物运输向铁路有序转移。

结合《规划》《纲要》等文件,铁路及轨道交通领域发展空间较大。公司结合铁路工作实际,聚焦“三个世界领先、三个进一步提升”的先行目标任务,进一步完善铁路先行的措施和方案,制定交通强国铁路先行行动计划,推动铁路发展由速度规模型向质量效益型转变,努力实现铁路高质量发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报表

表 6 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5467.75	7.15	5294.85	6.62	4343.34	5.22	4877.84	5.77
长期投资	1277.25	1.67	1298.15	1.62	1870.04	2.25	2427.04	2.87
固定资产净值	48475.65	63.38	51885.27	64.84	56353.46	67.77	56001.73	66.23
在建工程	12806.57	16.74	12210.40	15.26	10239.98	12.32	10723.38	12.68
其他	8456.66	11.06	9334.72	11.66	10342.81	12.44	10531.67	12.45
资产总额	76483.88	100.00	80023.39	100.00	83149.63	100.00	84561.66	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019 年,公司流动资产呈下降趋势,年均复合下降 10.87%,主要系货币资金和应收款减少所致。2019 年底,公司流动资产 4343.34 亿元,较 2018 年底下降 17.97%,主要系应收款大幅下降所致。

2017—2019 年,公司货币资金波动下降。

和 2020 年三季度财务报表,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审计,并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2019 年底,公司资产总额 83149.63 亿元,权益合计 28290.41 亿元。2019 年,公司实现收入合计 11348.41 亿元(其中运输收入 8168.46 亿元),利润总额 769.85 亿元(含税后铁路建设基金 537.45 亿元)。

截至 2020 年 9 月底,公司资产总额 84561.66 亿元,权益合计 28851.46 亿元。2020 年 1—9 月,公司实现收入合计 6794.64 亿元(其中运输收入 4630.70 亿元),利润总额-324.17 亿元(含税后铁路建设基金 381.03 亿元)。

2. 资产质量

随着铁路建设的持续推进,公司资产规模持续增长,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。

2017—2019 年,公司资产规模保持稳定增长态势,年均复合增长 4.27%,主要来自铁路基础建设规模扩大导致的固定资产的增加;资产结构以固定资产和在建工程为主,与业务特点相匹配。

2019 年底,公司货币资金较 2018 年底增长 6.99% 至 1225.44 亿元,整体资金较为充裕。

2017—2019 年,公司应收款波动下降,年均复合下降 21.87%,2019 年底为 1784.89 亿元,较 2018 年底下降 40.24%,其中应收账款 413.78 亿元、其他应收款 1371.11 亿元,下降全部来

自其他应收款的减少。

2017—2019年，公司对外投资不断增多，长期投资呈持续增长状态，年均复合增长21.00%。2019年底，公司长期投资1870.04亿元，较2018年底增长44.05%，系公司所属行政事业单位的资本金。

随着铁路建设持续推进和部分项目完工通车，公司在建工程略有下降，固定资产持续增长。2017—2019年，公司固定资产净值年均复合增长7.82%；2019年底，公司固定资产净值56353.46亿元，其中固定资产原值69617.82亿元，累计计提折旧13264.36亿元。同期，公司在建工程持续下降；2019年底，在建工程10239.98亿元，较2018年底下降16.14%。2017—2019年，公司其他（包括其他流动资产、递延所得税资产、无形及其他长期资产）持续增长，2019年底为10342.81亿元，较2018年底增长10.80%。

2020年9月底，公司资产总额84561.66亿元，较2019年底增长1.70%，仍以固定资产和在建工程为主。

3. 负债及所有者权益

公司权益稳定增长，以资本金为主；债务规模有所上升，以长期债务为主，整体债务负担处于适当范围。

所有者权益

2017—2019年，公司权益保持稳定增长，年均复合增长3.12%，主要系资本金增加。2019年底，公司权益合计28290.41亿元，其中资本金占105.65%，资本公积占1.97%，盈余公积占0.60%，未分配利润占-8.22%。2020年9月底，公司权益合计28851.46亿元，较2019年底下降0.38%。

负债

2017—2019年，公司负债规模逐年上升，年均复合增长4.87%，主要源于国内借款的增加。2019年底，公司负债总额54859.22亿元，流动负债占13.13%，长期负债占86.87%，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—2019年，公司流动负债波动下降。2019年底，公司流动负债合计7201.87亿元，较2018年底增长3.18%；由应付账款（占90.15%）和短期负债（占9.85%）构成。同期，公司长期负债持续增长，分别为41886.78亿元、45154.05亿元和47657.35亿元，主要是国内借款。

2020年9月底，公司负债合计55710.20亿元，较2019年底小幅增长1.55%，负债结构变化不大。

表7 公司有息债务指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
短期债务	1655.36	458.97	709.31	1552.48
长期债务	41886.78	45154.05	47657.35	47494.54
全部债务	43542.14	45613.02	48366.66	49047.02
长期债务资本化比率	61.16	61.82	62.75	62.21
全部债务资本化比率	62.07	62.06	63.09	62.96
资产负债率	65.21	65.15	65.98	65.88

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司债务规模持续增长，年均增长5.39%。2019年底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为709.31亿元、47657.35亿元和48366.66亿元，较2018年底均有所增加；2017—2019年，公司资产负债率和全部债务资本化比率小幅波动上升，长期债务资本化比率持续上升，2019年底上述指标分别为65.98%、63.09%和62.75%。2020年9月底，公司全部债务49047.02亿元，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65.88%、62.96%和62.21%。

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，即如果公司出现偿债困难，政府可能承担一定的救助责任。

4. 盈利能力

公司承担了较多的公益性运输任务，在一定程度上影响了其整体盈利水平。总体看，公司盈利能力正常，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，公司盈利能力有望得到提升。受新冠肺炎疫情影响，2020年1—9月公司经营出现亏损。

2017—2019年，公司收入规模呈持续上升趋势，年均复合增长5.72%，2019年达到11348.41亿元，主要系运输收入增长所致。同期，公司成本持续增长，增速高于收入增速，主要系受人工和折旧成本上升影响，分别为9585.41亿元、10352.28亿元和10776.35亿元。同期，公司营业利润率略有下降，分别为5.11%、5.03%和4.54%。

2017—2019年，公司利润总额保持快速增长，年均复合增长12.53%。2019年，公司实现利润总额769.85亿元（含税后铁路建设基金537.45亿元），同比增长9.06%；公司税后利润为25.24亿元，同比增长23.42%。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率（含税后建设基金）和净资产收益率（含税后建设基金）均保持小幅上升，2019年分别为1.30%和1.99%。

2020年1—9月，公司实现收入及利润总额分别为6794.64亿元和-324.17亿元（含税后铁路建设基金381.03亿元）。

表8 公司主要盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	10154.49	10955.31	11348.41
利润总额	607.95	705.92	769.85
营业利润率	5.11	5.03	4.54
总资产收益率	1.11	1.13	1.30
净资产收益率	1.88	1.96	1.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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，结合铁路运价的市场化调节，铁路网络布局的更加合理，铁路收入将会保持较大的规模，或将支持公司未来收入增长。2020年初爆发的新冠肺炎疫情，短期内对铁路运输业造成较大影响。截至报告出具日，中国疫情已得到有效控制，各行业生产经营有序恢复。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，公司盈利能力有望得到提升。

5. 现金流

近年来，公司资金来源规模有所波动，资金运用规模持续下降；铁路仍处于建设高峰期，投资规模大，未来公司对外融资仍将存在一定的依赖性。

从资金来源看，2017—2019年，公司资金来源合计规模较为稳定。2019年公司资金来源合计10583.06亿元，其中贷款占52.98%，扣除营业税后的建设基金占5.23%，其他（指通过发行铁路建设债券等渠道筹集的资金）占23.67%，折旧占17.87%。

从资金运用看，2017—2019年，公司资金运用合计规模持续下降，年均复合下降2.78%，主要用于基建投资和还本付息。2019年公司资金运用合计10503.05亿元，同比小幅下降3.31%。

2017—2018年，公司资金来源未能覆盖资金运用所需，差额分别为599.58亿元和322.74亿元，需由上年年末现金补足。2019年，公司资金来源能够覆盖资金运用所需，差额为80.01亿元。

2017—2019年，公司年末现金规模年均复合下降8.64%，分别为1468.17亿元、1145.43亿元和1225.44亿元，对保证建设及还本付息支出提供了一定的资金保障。

2020年1—9月，公司资金来源及运用分别达到7609.42亿元和7605.11亿元，资金来源能够覆盖资金支出，差额为4.31亿元；年末现金（期末现金）为1229.75亿元。

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—2019年，公司经营净现金流入量持续上升，分别为1876.96亿元、2317.90亿元和2470.76亿元。

6. 偿债能力

公司货币资金充足，偿债能力很强，拥有畅通的融资渠道，考虑到公司庞大的资产和收入规模、强大的资金调配能力以及显著的行业地位，公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面，2017—2019年，公司流动比率和速动比率整体呈波动下降趋势，2019年底公司流动比率和速动比率分别为60.31%和49.15%；2020年9月底上述两指标分别为59.37%和47.87%。2019年底及2020年9月底，公司现金短期债务比分别为1.73倍和0.73倍。

长期偿债能力方面，2017—2019年，公司EBITDA分别为2728.89亿元、3266.33亿元和3630.07亿元，EBITDA利息倍数分别为3.59倍、4.05倍和3.75倍，EBITDA对利息的保障能力强；全部债务/EBITDA分别为15.96倍、13.96倍和13.32倍。公司长期偿债能力很强。

公司与金融机构保持良好的合作关系，目前商业银行对公司提供的贷款主要为信用贷款。除发行铁路建设债券外，公司还积极利用信托、保险资金等方式优化债务结构，确保铁路建设的顺利推进。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司债务影响

公司本期中期票据拟发行规模为200.00亿元，相当于公司2020年9月底长期债务的0.42%，全部债务的0.41%，对公司现有债务影响较小。

2020年9月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为65.88%、62.21%和62.96%。以2020年9月底财务数据为基础，考虑到公司于2020年10月

至报告出具日共发行4期铁路建设债券和1期短期融资券（余额合计550.00亿元），预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别变动为66.18%、62.50%和63.32%，整体负债水平略有上升。

2. 本期中期票据偿债能力分析

以2017—2019年财务数据为基础，公司EBITDA对本期中期票据的保障倍数分别为13.64倍、16.33倍和18.15倍；经营性净现金流为本期中期票据的9.38倍、11.59倍和12.35倍。公司EBITDA和经营性净现金流对本期中期票据的保障能力很强。

同时考虑到，中国铁路持续享有国家和地方各级政府对原铁道部的各项优惠政策及原铁道部债务处理、国有资产收益上缴以及公益性运输补贴机制等方面的支持，联合资信认为，公司对本期中期票据具有极强的偿还能力。

十、结论

铁路在国民经济和社会发展中具有重要的战略地位，近年来铁路运输的客货运需求较快增长，铁路建设规模维持较高水平，铁路行业发展前景良好。公司以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营，在行业地位和政府支持等方面具有显著优势。

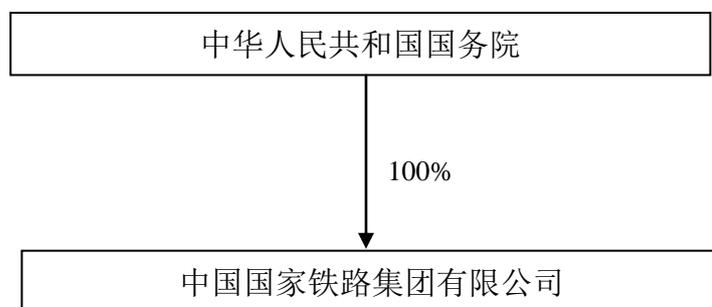
近年来，公司资产规模持续增长，以固定资产和在建工程为主，与业务特点相匹配，整体资产质量高；权益稳定增长，以资本金为主；债务规模有所上升，以长期债务为主，整体债务负担处于适当范围。公司承担了较多的公益性运输任务，在一定程度上影响了其整体盈利水平；同时受新冠肺炎疫情影响，2020年前三季度运营呈现亏损状态。中国铁路仍处于建设高峰期，投资规模大，未来公司对外融资仍将存在一定的依赖性。

中国铁路EBITDA和经营性净现金流对本期中期票据具有很强的保障能力；此外，国

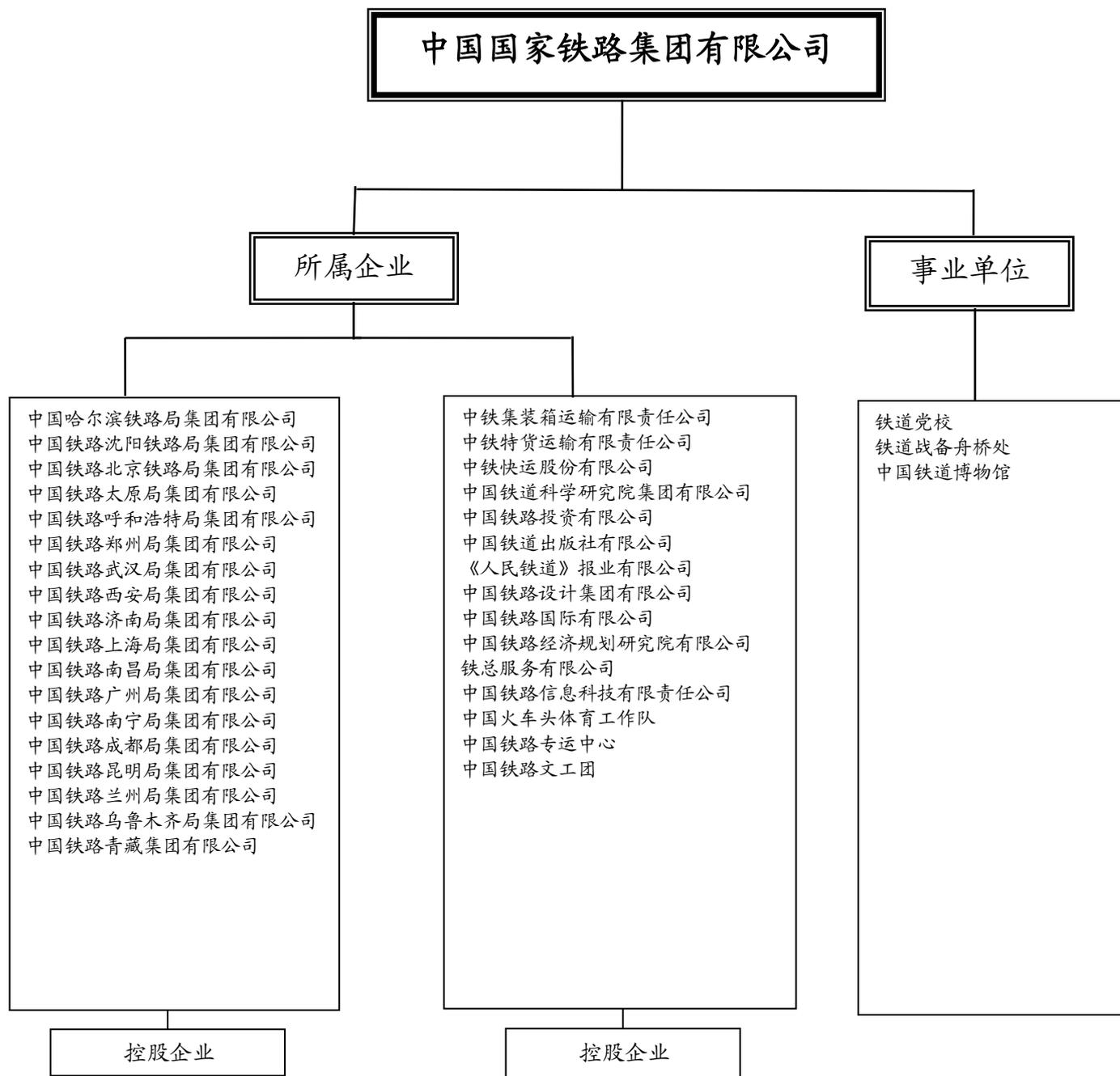
家明确中国铁路继续享有国家和地方各级政府对原铁道部的各项优惠政策及原铁道部债务处理、国有资产收益上缴以及公益性运输补贴机制等方面的支持，有利于缓解中国铁路对外融资压力。

综合看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1468.17	1145.43	1225.44	1129.75
资产总额(亿元)	76483.87	80023.39	83149.63	84561.66
权益(亿元)	26605.37	27889.60	28290.41	28851.46
短期债务(亿元)	1655.36	458.97	709.31	1552.48
长期债务(亿元)	41886.78	45154.05	47657.35	47494.54
全部债务(亿元)	43542.14	45613.02	48366.66	49047.02
运输收入(亿元)	6942.54	7658.57	8168.46	4630.70
利润总额(亿元)	607.95	705.92	769.85	-324.17
EBITDA(亿元)	2728.89	3266.33	3630.07	--
经营性净现金流(亿元)	1876.96	2317.90	2470.76	973.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.48	3.71	4.76	--
存货周转次数(次)	10.02	10.82	11.28	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.14	--
营业利润率(%)	5.11	5.03	4.54	-7.08
总资本收益率(%)	1.11	1.13	1.30	--
净资产收益率(%)	1.88	1.96	1.99	--
长期债务资本化比率(%)	61.16	61.82	62.75	62.21
全部债务资本化比率(%)	62.07	62.06	63.09	62.96
资产负债率(%)	65.21	65.15	65.98	65.88
流动比率(%)	68.42	75.86	60.31	59.37
速动比率(%)	58.64	64.39	49.15	47.87
现金短期债务比(倍)	0.89	2.50	1.73	0.73
EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	4.05	3.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.96	13.96	13.32	--

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-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
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

联合资信评估股份有限公司关于 中国国家铁路集团有限公司 2021年度第二期中期票据跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国国家铁路集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国国家铁路集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国国家铁路集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国国家铁路集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国国家铁路集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国国家铁路集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国国家铁路集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国国家铁路集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国国家铁路集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国国家铁路集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。