

信用评级公告

联合〔2021〕7093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，确定维持中国国家铁路集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“19 铁道 MTN001”“19 铁道 MTN002”“21 铁道 MTN001”“21 铁道 MTN002”信用等级为 AAA，“20 铁道 CP003”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

中国国家铁路集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级 别	本次评 级展望	上次级 别	上次评 级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
19 铁道 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 铁道 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 铁道 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
21 铁道 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 铁道 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
19 铁道 MTN001	100 亿元	100 亿元	2022/11/15
19 铁道 MTN002	100 亿元	100 亿元	2022/12/02
20 铁道 CP003	150 亿元	150 亿元	2021/10/27
21 铁道 MTN001	200 亿元	200 亿元	2026/1/14
21 铁道 MTN002	200 亿元	200 亿元	2026/1/29

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 7 月 27 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

评级观点

中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国家铁路”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。跟踪期内，公司资产规模持续扩大，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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到新冠肺炎疫情对铁路运输业行业造成较大冲击、公司经营业绩表现为亏损、铁路建设投资规模大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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，同时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，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“19 铁道 MTN001”“19 铁道 MTN002”“21 铁道 MTN001”“21 铁道 MTN002”的信用等级为 AAA，“20 铁道 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **行业地位显著。**跟踪期内，公司在铁路运输领域持续保持市场主导地位，规模优势突出，行业优势明显。
2. **政府支持力度大。**公司持续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。

关注

1. **未来融资需求大。**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，对外融资需求持续增加。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		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	F4	现金流	资产质量	1
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
股东支持				3

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

分析师：张 依 张 宁

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，新冠疫情对公司经营业绩造成较大冲击。新冠肺炎疫情对铁路运输行业造成较大冲击，2020 年公司利润总额由正转负，经营表现为亏损。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	2018 年
现金类资产（亿元）	1145.43
资产总额（亿元）	80023.39
权益（亿元）	27889.60
短期债务（亿元）	458.97
长期债务（亿元）	45154.05
全部债务（亿元）	45613.02
运输收入（亿元）	7658.57
利润总额（亿元）	705.92
EBITDA（亿元）	3266.33
经营性净现金流（亿元）	2317.90
营业利润率（%）	5.03
净资产收益率（%）	1.96
资产负债率（%）	65.15
全部债务资本化比率（%）	62.06
流动比率（%）	75.86
速动比率（%）	64.39
现金短期债务比（倍）	2.50
EBITDA 利息倍数（倍）	4.05
全部债务/EBITDA（倍）	13.96

注：计算净资产收益率时已将税后建设基金考虑在内

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	1225.44	1558.77	1801.21
资产总额（亿元）	83149.63	87075.15	87153.93
所有者权益（亿元）	28290.41	29931.93	29558.44
短期债务（亿元）	4080.71	4696.39	4169.13
长期债务（亿元）	41860.50	42627.88	44060.62
全部债务（亿元）	45941.21	47324.28	48229.75
营业收入（亿元）	11605.27	10665.46	2270.17
利润总额（亿元）	232.40	-358.46	-377.50
EBITDA（亿元）	2124.00	1533.14	--
经营性净现金流（亿元）	3991.27	2329.68	428.03
营业利润率（%）	0.93	-4.83	-17.15
净资产收益率（%）	0.09	-1.85	--

资产负债率(%)	65.98	65.63	66.08
全部债务资本化比率(%)	61.89	61.26	62.00
流动比率(%)	37.29	38.29	44.71
经营现金流动负债比(%)	37.75	19.72	--
现金短期债务比(倍)	0.30	0.33	0.43
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	0.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.63	30.87	--

注：由于 2020 年会计师事务所更换，导致各科目会计统计口径不同，为保持数据可比性，2019 年数据采用 2020 年期初数，2018 年数据单独列示。

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 铁道 CP003 跟踪	A-1	AAA	稳定	2021/4/25	张依 张宁	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
21 铁道 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/1/25	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
21 铁道 MTN001	AAA	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
20 铁道 CP003	A-1	AAA	稳定	2020/10/21	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
19 铁道 MTN001、19 铁道 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/6/8	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
19 铁道 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/11/26	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
19 铁道 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/11	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

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。

中国国家铁路集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国家铁路”或“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、经营范围、组织结构等未发生变化，公司仍以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营。截至 2021 年 3 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。公司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，国务院为公司实际控制人。

截至 2020 年底，公司资产总额 87075.15 亿元，权益合计 29931.93 亿元（含少数股东权益 11021.88 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 10665.46 亿元（其中运输收入 8168.46 亿元），利润总额-358.46 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 87153.93 亿元，权益合计 29558.44 亿元（含少数股东权益 10980.67 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现收入合计 2270.17 亿元，利润总额-377.50 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

截至2021年5月底，公司由联合资信评级的中期票据及短期融资券共5支，余额合计750.00 亿元，跟踪期内，“19铁道MTN001”“19铁道MTN002”均按时足额付息，“21铁道

MTN001”“21铁道MTN002”“20铁道CP003”，尚未到还本付息日。跟踪的存续债券情况详见表1，公司募集资金均按规定用途使用。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元，年）

债券简称	余额	余额	起息日	期限
19 铁道 MTN001	100	100	2019/11/15	3
19 铁道 MTN002	100	100	2019/12/02	3
20 铁道 CP003	150	150	2020/10/27	1
21 铁道 MTN001	200	200	2021/1/14	5
21 铁道 MTN002	200	200	2021/1/29	5
合计	750	750	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，**第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产

业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第

三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济

内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从

结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力

有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

2020 年，受新冠疫情影响，中国铁路运输受到一定程度冲击，铁路投资额较上年有所下降。长期来看，中国铁路网络仍有待完善，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。随着铁路运输供给侧改革的逐步深入，中国铁路市场活力将不断增强，行业发展前景良好。

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 2020 年底，中国铁路营业里程 14.63 万公里，其中高铁 3.80 万公里；复线率 59.5%；电化率 72.8%。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：国家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国家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，项目投产后由国家铁路负责铁路资产后续的运营管理。

2. 铁路建设资金来源

目前中国铁路建设资金的主要来源包括：中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。其中，铁路建设基金是中国铁路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。此外，发行铁路建设债券作为中国铁路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，因此铁路建设基金也是中国铁路融资担保的重要手段。近年来国家铁路先后与全国 31 个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。随着 2019 年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台，中央与地方的关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确，即中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项，中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任，干线铁路的运营由中央企业负责。随着地方政府参与职责的明确以及参与度增强，中国铁路的投资压力或在一定程度上得以缓解。

除此之外，中国铁路也在积极探索土地开发、资产上市等增强自身造血能力的路径。2014 年，国家铁路正式开标选聘土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构；2020 年，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市，以上事件都标志着中国铁路正在不断丰富铁路建设资金来源，增强自身造血能力，保障铁路建设的顺利推进。

3. 铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2016—2019 年，中国铁路行业固定资产投资总体呈相对稳定态势，均维持在 8000 亿元以上规模。2020 年，受新冠疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路固定资产投资累计完成 7819 亿元，较上年（8029 亿元）有所下降。目前，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，京津及其周边

地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，网建设仍有较大空间。
西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路

表 3 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
固定资产投资	8015	8010	8028	8029	7819
投产新线	3281	3038	4683	8489	4933
高铁投产新线	1903	2182	4100	5474	2521
新开工项目数	46	35	22	26	/

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2016—2019 年，中国铁路旅客运量及周转量较快增长；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。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。2020 年，全国铁路旅客发送量 22.03 亿人，同比下降 39.80%；

铁路旅客周转量 8266.19 亿人公里，同比下降 43.80%。货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2020 年，中国铁路货运总发送量 45.52 亿吨，同比增长 3.20%；铁路货运总周转量 30514.46 亿吨公里，同比增长 1.00%，受疫情影响，增速较上年有所降低。

表 4 全国铁路运输情况（单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
全国铁路旅客发送量	28.14	30.84	33.75	36.60	22.03
全国铁路旅客周转量	12579.29	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19
全国铁路货运总发送量	33.32	36.89	40.26	43.89	45.52
全国铁路货运总周转量	23792.26	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

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。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，中国铁路还采取了降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。2020 年，为应对疫情对经济造成的冲击并助力企业复工复产，国家铁

路自 2020 年 3 月 6 日起至 6 月 30 日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，进一步降低企业物流成本，助力打赢疫情防控阻击战，促进经济社会发展。

4. 行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，但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一系列政策和

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。2020年8月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来30年的“两步走”战略目标，到2035年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到2050年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等9个方面对未来铁路建设的重点进行了明确。

表5 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
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
2020年8月13日	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到2035年，全国铁路网达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右；全国1、2、3小时高铁出行圈和全国1、2、3天快货物流圈全面形成；智能高铁率先建成，智慧铁路加快实现等。

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

2020 年，受新冠病毒肺炎疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路累计固定资产投资较上年同期有所下降，但长期而言，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，中西部地区路网建设的空间仍较大，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到 2035 年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛，全国铁路网达 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右；到 2050 年，全国建成更加发达完善的现代化铁路网。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。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司继续享有国家和地方各级政府融资（公司发行的铁路建设债券均由铁路建设基金提供担保）、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，规模优势突出，行业优势明显。

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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，各项管理制度执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，铁路运输业务受到较大冲击，公司收入规模有所下降，毛利率由正转负。联合资信将持续关注疫情对铁路运输业务及公司的影响。

2020 年爆发的新冠肺炎疫情对铁路运输业造成较大影响，公司营业收入同比减少 8.10%至 10665.46 亿元，毛利率由正转负为 -4.49%。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 2270.17 亿元，相当于上年的 21.29%，亏损程度较上年进一步扩大，毛利率为 -16.85%。

2. 业务经营分析

运输概况

跟踪期内，公司在铁路运输领域的市场主导地位未发生改变。2020 年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，2020 年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，公司铁路旅客发送量和旅客周转量分别为 21.67 亿人和 8258.10 亿人公里，分别较 2019 年减少 39.45%和 43.16%。公司铁路旅客发送量和周转量全国占有率维持在 97%以上。货运方面，受益于大宗商品需求增加以及公路货运向铁路货运分流，2020 年，公司铁路货运发送量和货运周转量分别达到 35.81 亿吨和 27397.83 亿吨公里，同比分别增长 4.10%和 1.44%，但增速较上年减缓，公司铁路货运发送量和周转量全国占有率分别为 78.67%和 89.79%。

表 6 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	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
全国铁路旅客发送量	36.60	22.03	--
国家铁路	35.79	21.67	5.29
占比	97.79	98.37	--
全国铁路旅客周转量	14706.64	8266.19	--
国家铁路	14529.55	8258.10	2011.06
占比	98.80	99.90	--
全国铁路货运发送量	43.89	45.52	--
国家铁路	34.40	35.81	9.23
占比	78.38	78.67	--
全国铁路货运周转量	30181.95	30514.46	--
国家铁路	27009.55	27397.83	7423.08
占比	89.49	89.79	--

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及 2021 年 3 月全国铁路主要指标完成情况整理

2021 年 1—3 月, 客运方面, 国家铁路全国旅客发送量较上年同期增长 40.00%至 5.29 亿人, 国家铁路旅客周转量较上年同期增长 16.90%至 2011.06 亿人公里。货运方面, 国家铁路货运发送量较上年同期增长 12.00%至 9.23 亿吨, 国家铁路货运周转量较上年同期增长 19.10%至 7423.08 亿吨公里。

运输安全

2020 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 13 件, 同比增加 9 件。铁路交通事故死亡人数比上年下降 14%。

铁路建设

2020 年, 全国铁路固定资产投资完成 7819 亿元, 较年初计划增加 719 亿元, 其中基本建设投资完成 5550 亿元以上, 新线投产 4933 公里, 新项目开工 20 个。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。2021 年, 全国铁路投资计划投产新线 3700 公里左右。

2020 年底, 全国铁路营业里程达到 14.63 万公里, 其中, 高速铁路营业里程达到 3.80 万公里; 复线率 59.50%; 电化率 72.80%; 西部地区铁路营业里程 5.90 万公里。2020 年底, 全国铁路路网密度 152.30 公里/万平方公里。其中, 国家铁路运营里程 12.80 万公里; 复线率 61.60%; 电气化率 74.90%。

2020 年底, 全国铁路机车拥有量为 2.20 万台。其中, 内燃机车 0.80 万台, 电力机车 1.38 万台。全国铁路客车拥有量为 7.60 万辆, 其中, 动车组 3918 标准组、31340 辆。全国铁路货车拥有量为 91.20 万辆。其中, 国家铁路机车拥有量为 2.10 万台, 其中内燃机车 0.76 万台, 电力机车 1.34 万台。

技术创新及节能减排

技术创新方面, 2020 年, 国家铁路共认定 “宽带移动通信铁路行业重点实验室” 等铁路行业重点实验室 7 个, “高速列车本构安全技术铁路行业工程研究中心” 等铁路行业工程研究中心 10 个。铁路重大科技创新成果库共评审入库 304 项, 其中铁路科技项目 50 项、铁路专利 52 项、铁路技术标准 49 项、铁路科技论文 153 篇。

节能减排方面, 2020 年, 国家铁路能源消耗折算标准煤 1548.83 万吨, 比上年减少 87.27 万吨; 单位运输工作量综合能耗 4.39 吨标准煤/百万换算吨公里, 比上年增加 0.45 吨标准煤/百万换算吨公里; 单位运输工作量主营综合能耗 4.32 吨标准煤/百万换算吨公里, 比上年增加 0.48 吨标准煤/百万换算吨公里。

3. 未来发展

未来, 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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报表和 2021 年一季度财务报表，中兴财光华会计师事务所

（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审计意见。由于公司于当年更换了会计师事务所，各科目统计口径有所变化，为保持数据可比性，2019 年数据采用 2020 年期初数统计。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	3942.70	4.74	4523.02	5.19	4798.76	5.51
固定资产	56353.46	67.77	58113.32	66.74	57908.95	66.44
在建工程	10239.98	12.32	9706.51	11.15	9392.11	10.78
无形资产	9813.12	11.80	10431.43	11.98	10510.33	12.06
非流动资产	79206.93	95.26	82552.12	94.81	82355.16	94.49
资产总额	83149.63	100.00	87075.15	100.00	87153.93	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 资产质量

跟踪期内，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。

截至2020年底，公司资产总额较上年底增长4.72%，主要来自铁路基础设施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、在建工程为主，与业务特点相匹配，资产质量高。

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 14.72%，主要系货币资金及应收款项较上年底增加所致。公司货币资金较上年底增长 27.20%至 1558.77 亿元，整体资金较为充裕；应收类款项较上年底增长 8.26%。

截至 2020 年底，公司长期投资 2402.53 亿元，较上年底增长 28.48%，系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。2020 年底，公司固定资产净值 58113.32 亿元，较上年底增长 3.12%，其中固定设施 43982.76 亿元，移动设备 4539.40 亿元；在建工程较上年底减少 5.21%，其中基建工程 8844.89 亿元；无形资产较上年底增长 6.30%，其中土地使用权 10388.79

亿元。

2021 年 3 月底，公司资产总额较上年底小幅增长 0.09%，资产结构同上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司权益略有增长，以实收资本为主；有息债务规模有所上升，整体负债水平仍处于合理范围。

所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 29931.93 亿元，较上年底增长 5.80%，主要系资本公积增加。公司所有者权益构成以实收资本为主（占比 69.83%）。

2021 年 3 月底，公司权益合计 29558.44 亿元，较上年底减少 1.25%。

负债

截至 2020 年底，公司负债总额 57143.21 亿元，较上年底增长 4.16%，主要源于国内借款的增加。负债总额中，流动负债占 20.67%，非流动负债占 79.33%，公司负债仍以非流动负债为主，与铁路建设周期长相适应，债务结构合理。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	709.31	1.29	2195.32	3.84	2308.92	4.01
一年内到期的非流动负债	3371.40	6.15	2501.07	4.38	1860.21	3.23
流动负债	10573.27	19.27	11811.45	20.67	10733.33	18.64
长期借款	24901.90	45.39	24860.37	43.51	25349.51	44.01
应付债券	16958.61	30.91	17767.51	31.09	18711.11	32.49
非流动负债	44285.95	80.73	45331.76	79.33	46862.16	81.36
负债总额	54859.22	100.00	57143.21	100.00	57595.49	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司流动负债合计 11811.45 亿元，较上年底增长 11.71%；流动负债由应付款项、短期借款以及一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款较上年底增长 209.50%，主要由国内借款构成；公司应付款项较上年底增长 3.38%，主要由应付账款 3377.52 亿元以及其他应付款项 3319.93 亿元构成。公司一年内到期的非流动负债较上年底减少 25.82%，其中一年内到期的长期借款 1624.07 亿元，一年内到期的应付债券 831.00 亿元，一年内到期的其他负债 46.01 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 2.36%，非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。公司长期借款较上年底基本持平，构成主要以国内借款为主（占比 98.72%）。公司应付债券较上年底增长 4.77%，主要由铁路债券构成（占比为 87.71%）

表 9 公司有息债务指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	4080.71	4696.39	4169.13
长期债务	41860.50	42627.88	44060.62
全部债务	45941.21	47324.28	48229.75
资产负债率	65.98	65.63	66.08
全部债务资本化比率	61.89	61.26	62.00
长期债务资本化比率	59.67	58.75	59.85

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司全部债务较上年底增长 3.01%，其中长期债务占比为 90.08%，债务结构仍以长期债务为主。债务负担方面，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务

资本化比率均较上年底略有下降。

截至 2021 年 3 月底，公司负债较上年底小幅增长 0.79%，负债结构变化不大。公司全部债务较上年底略有增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底基本持平，债务负担处于适当范围。

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

2020 年，受疫情影响，公司收入规模同比有所下降，经营出现亏损。2021 年 1—3 月，公司持续亏损运营。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，铁路运输业务收入有望增长。

2020 年爆发的新冠肺炎疫情对铁路运输业造成较大影响，公司营业收入同比减少 8.10%，营业成本同比减少 2.37%，营业利润率为-4.83%。

由于 2020 年公司经营表现为亏损，且投资收益以及其他收益等非经常性损益对利润总额的补充有限，公司利润总额由正转负，各盈利指标均为负。

2021 年 1—3 月，公司实现收入及利润总额分别为 2270.17 亿元和-377.50 亿元，利润总

额仍表现为亏损。

表 10 公司主要盈利指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
营业收入	11605.27	10665.46	2270.17
营业成本	11457.25	11144.27	2652.63
投资收益	64.08	26.04	-5.86
利润总额	232.40	-358.46	-377.50
营业利润率	0.93	-4.83	-17.15
总资本收益率	0.03	-0.72	--
净资产收益率	0.09	-1.85	--

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。截至报告出具日, 中国疫情已得到有效控制, 各行业生产经营恢复正常, 铁路运输业务收入有望增长。

5. 现金流

2020 年受疫情影响, 公司经营活动现金流量净额较上年有所下降, 投资活动现金缺口有所减少, 但经营活动现金流量净额仍不能覆盖庞大的投资活动支出, 对筹资活动的依赖性仍然很大。

经营活动方面, 2020 年公司经营活动现金流入量同比减少 15.60%, 经营活动产生的现金流量净额同比减少 41.63%, 主要系受疫情影响收入规模有所减少所致。2020 年, 公司现金收入比为 92.15%, 较上年下降 10.73 个百分点。

投资活动方面, 受疫情影响, 公司投资活动流出较上年减少, 公司投资活动现金流缺口较上年收窄, 但经营活动现金流量净额仍不能覆盖庞大的投资活动, 对筹资活动的依赖性仍然很大。

筹资活动方面, 公司筹资活动产生的净现金流量同比增长 61.37%。

2021 年 1—3 月, 公司经营活动净现金流为 428.03 亿元, 投资活动净现金流为-837.67 亿元, 筹资活动净现金流为 652.08 亿元。

表 11 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	13454.67	11356.01	2746.80
经营活动现金流出小计	9463.40	9026.33	2318.76
经营活动现金流量净额	3991.27	2329.68	428.03
投资活动现金流入小计	184.69	161.93	200.54
投资活动现金流出小计	5595.67	4577.13	1038.20
投资活动现金流量净额	-5410.98	-4415.20	-837.67
筹资活动前现金流量净额	-1419.70	-2085.52	-409.63
筹资活动现金流入小计	7406.55	9857.43	2141.91
筹资活动现金流出小计	5907.27	7438.00	1489.84
筹资活动现金流量净额	1499.28	2419.43	652.08
现金收入比	102.88	92.15	113.32

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较弱, 考虑到公司显著的行业地位、很强的资金调配能力、畅通的融资渠道以及中国政府的支持, 公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面, 2020 年底公司流动比率和速动比率分别较上年上升 1.00 个百分点和 0.85 个百分点; 2021 年 3 月底上述两指标上升至 44.71%和 36.05%。2021 年底及 2021 年 3 月底, 公司现金短期债务比分别为 0.30 倍和 0.33 倍。

长期偿债能力方面, 2020 年, 公司 EBITDA 利息倍数为 0.75 倍, EBITDA 对利息的保障能力较弱; 全部债务/EBITDA 为 30.87 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

表 12 公司偿债能力指标 (单位: 倍、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			

流动比率	37.29	38.29	44.71
速动比率	29.69	30.54	36.05
现金短期债务比	0.30	0.33	0.43
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	1.01	0.75	--
全部债务/EBITDA	21.63	30.87	--

注：在 EBITDA 计算中，联合资信未获取摊销数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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。公司融资渠道畅通。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金峰值的保障程度较强；同时公司获得国家和地方各级政府的大力支持，有利于缓解公司对外融资压力，公司对存续期内待偿还债券具有极强的偿还能力。

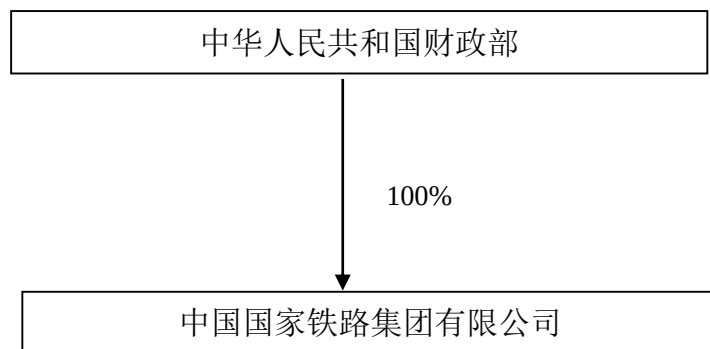
截至 2021 年 6 月底，公司存续债券余额合计 17385.00 亿元。其中于 2021 年兑付的债券余额为 680.00 亿元，公司于 2023 到达债券兑付高峰期，需兑付本金为 2510.00 亿元。2020 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流对待偿付债券合计本金峰值的覆盖倍数分别为 0.61 倍、4.52 倍和 0.93 倍，经营活动现金流入量对待偿还债券本金峰值的保障程度较强。截至 2020 年底，公司现金类资产对需于 2021 年兑付的债券保障倍数为 2.29 倍，保障能力较强。

此外，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。“03 中铁债”由铁路建设基金提供偿还担保。

十一、结论

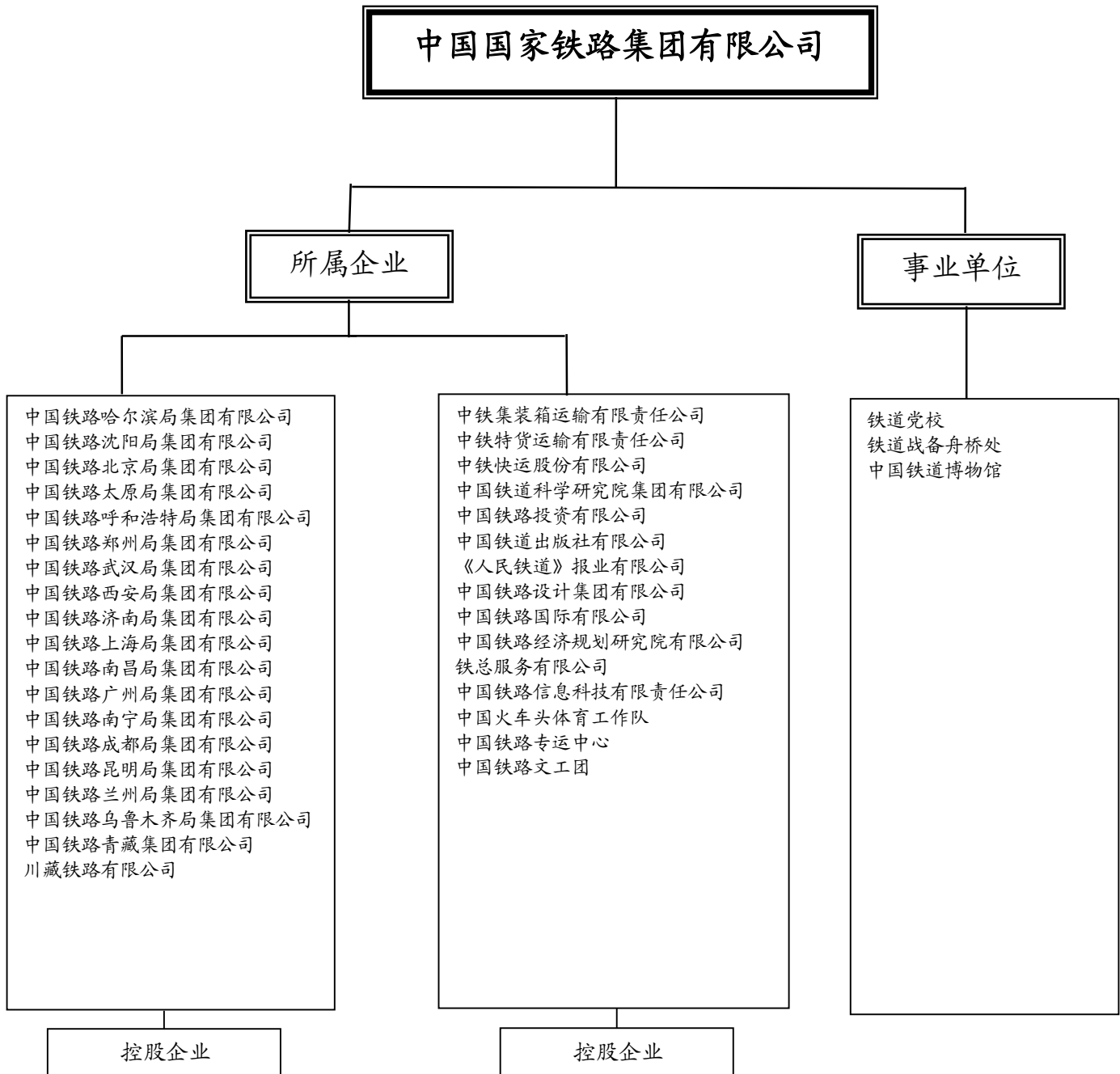
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“19 铁道 MTN001”“19 铁道 MTN002”“21 铁道 MTN001”“21 铁道 MTN002”的信用等级为 AAA，“20 铁道 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标

项目	2018 年
财务数据	
现金类资产(亿元)	1145.43
资产总额(亿元)	80023.39
所有者权益(亿元)	27889.60
短期债务(亿元)	458.97
长期债务(亿元)	45154.05
全部债务(亿元)	45613.02
运输收入(亿元)	7658.57
利润总额(亿元)	705.92
EBITDA(亿元)	3266.33
经营性净现金流(亿元)	2317.90
财务指标	
销售债权周转次数(次)	3.71
存货周转次数(次)	10.82
总资产周转次数(次)	0.14
营业利润率(%)	5.03
总资本收益率(%)	1.13
净资产收益率(%)	1.96
长期债务资本化比率(%)	61.82
全部债务资本化比率(%)	62.06
资产负债率(%)	65.15
流动比率(%)	75.86
速动比率(%)	64.39
现金短期债务比(倍)	2.50
EBITDA 利息倍数(倍)	4.05
全部债务/EBITDA(倍)	13.96

注：计算净资产收益率时已将税后建设基金计算在内

附件 2-2 主要财务数据及指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据			
现金类资产(亿元)	1225.44	1558.77	1801.21
资产总额(亿元)	83149.63	87075.15	87153.93
所有者权益(亿元)	28290.41	29931.93	29558.44
短期债务(亿元)	4080.71	4696.39	4169.13
长期债务(亿元)	41860.50	42627.88	44060.62
全部债务(亿元)	45941.21	47324.28	48229.75
营业收入(亿元)	11605.27	10665.46	2270.17
利润总额(亿元)	232.40	-358.46	-377.50
EBITDA(亿元)	2124.00	1533.14	--
经营性净现金流(亿元)	3991.27	2329.68	428.03
财务指标			
销售债权周转次数(次)	28.05	24.32	--
存货周转次数(次)	14.29	12.96	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.13	--
现金收入比	102.88	92.15	113.32
营业利润率(%)	0.93	-4.83	-17.15
总资本收益率(%)	0.03	-0.72	--
净资产收益率(%)	0.09	-1.85	--
长期债务资本化比率(%)	59.67	58.75	59.85
全部债务资本化比率(%)	61.89	61.26	62.00
资产负债率(%)	65.98	65.63	66.08
流动比率(%)	37.29	38.29	44.71
速动比率(%)	29.69	30.54	36.05
经营现金流动负债比(%)	37.75	19.72	--
现金短期债务比(倍)	0.30	0.33	0.43
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	0.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.63	30.87	--

注：由于 2020 年会计师事务所更换，导致各科目会计统计口径不同，为保持数据可比性，2019 年数据采用 2020 年期初数，2018 年数据单独列示。

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

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 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。

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-4 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。