

信用等级公告

联合〔2019〕3315号

联合资信评估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2019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2019年度第二期中期票据的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年十一月二十六日



中国国家铁路集团有限公司

2019 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：100 亿元
本期中期票据期限：3 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

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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其评级反映了公司在市场地位和政府支持等方面具有显著优势。公司资产和收入规模大，现金流状况良好，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、债务规模上升、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。

公司 EBITDA 和经营活动净现金流对本期中期票据具有极强的保障能力。

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。公司资本支出规模大，融资压力将有所增加。考虑到公司延续了铁路总公司良好的经营状况、很强的资金调配能力，随着铁路系统的不断完善、路网结构的不断优化以及调整运输结构、推行环保政策等政策利好，铁路运输竞争力有望逐步增强，公司收入水平和规模经济效益有望保持增长趋势。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用和本期中期票据偿还能力的综合评估，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. 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增长较快，铁路建设规模不断扩大，铁路行业发展前景良好。
2. 近年来，铁路建设不断推进、车辆装备水平的提升使铁路竞争实力明显增强，铁路客货运量等主要指标保持稳步增长。
3. 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。
4. 公司发行的铁路建设债券均由铁路建设基金提供担保，极大提升了上述债券偿还的安全性。

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

5. 公司EBITDA和经营活动净现金流对本期中期票据具有极强的保障能力。

关注

1. 铁路运输易受经济周期及政策影响。
2. 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。
3. 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。

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	2067.75	1468.17	1145.43	1311.31
资产总额(亿元)	72512.61	76483.87	80023.39	80845.58
权益(亿元)	25359.17	26605.37	27889.60	27966.21
短期债务(亿元)	1376.87	1655.36	458.97	835.94
长期债务(亿元)	39507.38	41886.78	45154.05	45788.83
全部债务(亿元)	40884.25	43542.14	45613.02	46624.77
运输收入(亿元)	5928.36	6942.54	7658.57	3937.54
利润总额(亿元)	396.45	607.95	705.92	354.42
EBITDA(亿元)	2377.07	2728.89	3266.33	--
经营性净现金流(亿元)	1659.89	1876.96	2317.90	1203.56
营业利润率(%)	3.39	5.11	5.03	4.66
净资产收益率(%)	1.65	1.88	1.96	--
资产负债率(%)	65.03	65.21	65.15	65.41
全部债务资本化比率(%)	61.72	62.07	62.06	62.51
流动比率(%)	77.72	68.42	75.86	83.47
速动比率(%)	67.85	58.64	64.39	71.97
现金短期债务比(倍)	1.50	0.89	2.50	1.57
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.59	4.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.20	15.96	13.96	--

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	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
AAA	稳定	2013-6-26	王珂	城投债评级方法及风险点简介 (2010 年)	阅读全文
AAA	稳定	2003-8-6	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号

联合资信评估有限公司
二〇一九年十一月二十六日



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、本次信用评级结果的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

2019 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2019年6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。财政部为公司实际控制人。

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,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,包括安全监督管理特派员办事处及审计特派员办事处。

截至2019年6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2018年底,公司资产总额为80023.39亿元,权益合计为27889.60亿元。2018年,公司实现收入合计10955.31亿元(其中运输收入7658.57亿元),利润总额705.92亿元(含税后铁路建设基金527.57亿元)。

截至2019年6月底,公司资产总额为80845.58亿元,权益合计为27966.21亿元。2019年1—6月,公司实现收入合计5281.78亿元(其中运输收入3937.54亿元),利润总额354.42亿元(含税后铁路建设基金260.44亿元)。

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2019年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行规模100.00亿元,期限3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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年
GDP	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. 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. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板

投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制

制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投

资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将持续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、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铁道统计公报，2016—2018年，全国铁路旅客发送量分别完成28.14亿人、30.84亿人和33.75亿人；全国铁路旅客周转量分别完成12579.29亿人公里、13456.92亿人公里和14146.58亿人公里。2016—2018年，全国铁路货运总发送量分别完成33.32亿吨、36.89亿吨和40.26亿吨；铁路货运总周转量分别完成23792.26亿吨公里、26962.20亿吨公里和28820.99亿吨公里。

从铁路建设方面看,2016—2018年,全国铁路行业固定资产投资保持稳定。2018年完成铁路行业固定资产投资8028亿元,投产新线4683公里,其中高速铁路4100公里。截至2018年底,全国铁路营业里程达到13.1万公里,较上年增长3.1%,其中高铁营业里程2.9万公里以上。全国铁路路网密度为136.0公里/万平方公里,增加3.7公里/万平方公里。

随着近年铁路建设和经济结构调整,东部路网紧缺已大大缓解,中西部地区路网建设的空间仍较大。未来一段时间我国铁路建设仍将面临很好的发展机遇,国家也将继续保持对铁路的政策支持力度。

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,国家发展和改革委员会(以下简称“国家发改委”)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,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%。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。

依据国家发改委发布的《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。铁路总公司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。根据《财政部税务总局关于调整增值税税率的通知》(财税〔2018〕32号),自2018年5月1日起铁路运输服务增值税税率从11%降至10%,同时铁路总公司决定,同时下浮铁路主要货物运价。根据《关于深化增值税改革有关政策的公告》,自2019年4月1日起下调铁路运输服务增值税税率,铁路总公司决定同步对国铁运输的整车、零担、集装箱等货物运价相应下浮,取消翻卸车作业服务费等6项杂费,降低货车延期占用费等4项收费标准。2019年7月1日起,中国铁路采取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措施。现阶段,中国铁路将深入实施运输供给侧结构性改革,坚持以市场需求为导向,优化货运产品结构,提升货运服务质量,以实际行动落实中央决策部署,支持实体经济发展。

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投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,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%至 30%区间，一等座涨幅在 65%至 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 年底国家发改委修订了《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

2014 年 9 月，中国铁路发展基金股份有限公司由国务院批准设立，铁路发展基金是以财政性资金为引导的多元化铁路投融资市场主体。根据《国务院关于铁路发展基金设立方案的批复》（国函〔2014〕52 号）等有关规定，国务院授权铁路总公司为政府出资人代表，铁路总公司作为铁路发展基金主发起人和普通股股东，与社会投资人作为优先股股东共同发起设立中国铁路发展基金股份有限公司，经营期 20 年。截至 2018 年 3 月，铁路发展基金共投资京张高铁、郑西高铁、沪昆高铁等 105 个大中型铁路建设项目，涉及 62 家合资铁路公司，合计股权投资 3785 亿元。

2015 年 7 月，国家发改委、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，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、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。

2015 年 9 月，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。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 月铁路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。

2017 年，国家发改委、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》，将“改革引领、创新驱动”

列入了发展基本原则之一。铁路总公司积极推进投融资体制改革,实施分类分层建设新模式,杭绍台城际铁路¹等项目吸引社会投资建设取得新进展。

2018年,铁路改革持续推进,在铁路土地开方面和混合所有制改革方面取得实质性进展。铁路土地开发方面,2018年4月,广深铁路股份有限公司与广州市土地开发中心等签署《国有土地使用权收储补偿协议》,交储面积为37116.63平方米的广州东石牌旧货场土地使用权获得一次性补偿款13.05亿元;2018年8月,铁路总公司在北京产权交易所举行铁路土地综合开发项目推介会,共推出了11个土地综合开发项目,面积达5689.37亩,项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游景区、养老社区等。混合所有制改革方面,2018年6月,深圳市腾讯计算机系统有限公司与浙江吉利控股集团有限公司联合中标动车网络科技有限公司49%股权;2018年8月,中铁顺丰国际快运有限公司成立;同年,铁路总公司还与民航局、招商局集团多部门与集团签订战略合作协议,力推铁路资产全面升级。

总体来看,铁路在我国经济发展中的重要基础作用和战略地位不会改变,当前和今后一段时期,我国铁路发展仍将面临良好的机遇,公司经营环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司是国有独资公司;财政部代表国务院履行出资人职责,是公司的实际控制人。

¹ 杭绍台城际铁路是连接杭州、绍兴、台州三地的旅客列车城际铁路,是中国首条民营资本控股的高铁PPP项目,项目资本金约占总投资的30%,其中民营联合体占比51%,铁路总公司占比15%、浙江省政府占比13.6%、绍兴和台州市政府合计占比20.4%。在51%的控股民资中,最大的股东是上海复星高科技(集团)有限公司。杭绍台城际铁路于2017年底全线开工建设。

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98%以上,铁路货运发送量全国占有率基本维持在80%,铁路货运周转量全国占有率基本维持在90%,具有绝对市场优势。

综合看来,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。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2016—2018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。

国有资产收益上缴

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

公司高级管理人员共9人。

陆东福先生，现任公司董事长、党组书记。历任上海铁路局副局长，上海铁路局副局长、党委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、市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。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、市委常委，南宁铁路局副局长、市委常委，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。第十九届中央纪律检查委员会委员。

总体看，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。

5. 企业信用记录

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，原铁道部和铁路总公司信用记录情况良好。

六、管理分析

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。

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。

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。

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。

总体看，公司初步形成了较为完善的法人治理结构。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。

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 and 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标投标实施细则》《铁路建设项目工程质量管理暂行办法》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。

总体看，在不断推进管理体制改革的背景下，公司将进一步健全管理制度，提高管理效能和运输生产力。同时，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。

七、经营分析

1. 经营概况

2016—2018 年，公司收入持续增长，分别为 9074.48 亿元、10154.49 亿元和 10955.31 亿元，运输收入和其他收入结构保持稳定。

2016—2018 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 65.33%、68.37%和 69.91%。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 12.56%。从运输收入构成看，2018 年，公司实现客运收入 3569.78 亿元，占运输收入比重为 46.61%；实现货运收入 3522.47 亿元，占运输收入的 45.99%，货运收入比重同比有所上升。2016—2018 年，公司其他运输收入分别为 536.11 亿元、584.80 亿元和 566.32 亿元，分别占运输收入的 9.04%、8.42%和 7.39%。

表 2 公司收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—6 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	5928.36	65.33	-19.50	6942.54	68.37	-10.84	7658.57	69.91	-11.74	3937.54	74.55	-6.48
货运收入	2574.78	28.37	--	3160.28	31.12	--	3522.47	32.15	--	1751.46	33.16	--
客运收入	2817.47	31.05	--	3197.46	31.49	--	3569.78	32.58	--	1887.92	35.74	--
其他运输收入	536.11	5.91	--	584.80	5.76	--	566.32	5.17	--	298.16	5.65	--
其他收入	3146.12	34.67	47.87	3211.95	31.63	41.15	3296.74	30.09	45.57	1344.24	25.45	39.24
合计	9074.48	100.00	3.85	10154.49	100.00	5.60	10955.31	100.00	5.50	5281.78	100.00	5.15

资料来源：联合资信根据审计报告整理

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。2016—2018 年，公司其他收入分别为 3146.12 亿元、3211.95 亿元和 3296.74 亿元，分别占收入合计的 34.67%、31.63%和 30.09%。

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。

2019 年 1—6 月，公司实现含税收入 5281.78 亿元，相当于 2018 年全年的 48.21%。其中，运输收入 3937.54 亿元，占收入合计的 74.55%；其他收入 1344.24 亿元，占收入合计的 25.45%。期间，公司毛利率为 5.15%，较 2018 年略有下降。

2. 铁路运营分析

运输概况

客运方面，近年来，全国铁路客运量保持稳定增长。2016—2018 年，公司铁路旅客发送量年均复合增长 9.37%，铁路旅客周转量年均复合增长 5.95%，2018 年分别达到 33.17 亿人和 14063.99 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 98%以上。2019 年 1—6 月，全国铁路旅客发送量完成 17.74 亿人，同比增长 9.6%；铁路旅客周转量 7201.30 亿人公里，同比增长 4.8%。

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。2016—2018 年，公司铁路货运发送量年均复合增长 9.69%，铁路货运周转量年均复合增长 10.13%，2018 年分别达到 31.91 亿吨和 25800.96 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%。2019 年 1—6 月，全国铁路货运总发送量完成 20.87 亿吨，同比上升 5.4%，全国铁路货运总周转量完成 14425.52 亿吨公里，同比上升 3.6%。

表 3 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
全国铁路旅客发送量	28.14	30.84	33.75	17.74
国家铁路	27.73	30.38	33.17	--
占比	98.54	98.51	98.28	--
全国铁路旅客周转量	12579.29	13456.92	14146.58	7201.30
国家铁路	12527.88	13396.96	14063.99	--
占比	99.59	99.55	99.42	--
全国铁路货运发送量	33.32	36.89	40.26	20.87
国家铁路	26.52	29.18	31.91	--
占比	79.59	79.10	79.26	--
全国铁路货运周转量	23792.26	26962.20	28820.99	14425.52
国家铁路	21273.21	24091.70	25800.96	--
占比	89.41	89.35	89.52	--

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 2019 年 6 月全国铁路主要指标完成情况整理

运输安全

2018 年，全国铁路未发生特别重大、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 857 人，同比减少死亡 41 人，下降 4.6%。

铁路建设

近年来，全国铁路固定资产投资维持在 8000 亿元左右。2016—2018 年，公司投入的铁路固定资产投资金额分别达 7676 亿元、7606 亿元和 7603 亿元，全国占有率维持在 95% 左右。

2018 年，全国铁路新开工项目 26 个，新增投资规模 3382 亿元；投产新线 4683 公里，其中高速铁路 4100 公里。为紧密对接国家重大战略，公司重点优化完善京津冀和雄安新区、长江经济带、粤港澳大湾区、14 个集中连片特困地区等铁路规划；持续加大中西部地区铁路建设力度，2018 年中西部地区完成铁路基建投

资 3714 亿元。2018 年底，京哈高铁承德至沈阳段、新民至通辽高铁、哈尔滨至牡丹江高铁、济南至青岛高铁、青岛至盐城铁路、杭昌高铁杭州至黄山段、南平至龙岩铁路、怀化至衡阳铁路、铜仁至玉屏铁路、成都至雅安铁路等 10 条新线开通运营。

2018 年底，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，其中，高速铁路营业里程达到 2.9 万公里；复线里程 7.6 万公里，复线率 58.0%；电气化里程 9.2 万公里，电化率 70.0%；西部地区铁路营业里程 5.3 万公里。全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里。

2018 年底，全国铁路机车拥有量为 2.1 万台，其中，内燃机车 0.8 万台，电力机车 1.3 万台。全国铁客车拥有量为 7.2 万辆，其中，动车组 3256 标准组、26048 辆。全国铁路货车拥有量为 83.0 万辆。

2019 年，全国铁路固定资产投资将保持较大规模，确保投产新线 6800 公里，其中高铁 3200 公里。2019 年计划开工建设的铁路项目 26 个，另外有储备项目 19 个。截至 2019 年 6 月底，全国铁路固定资产投资累计完成 3220 亿元。按此计划，中国高铁运行里程将在 2019 年提前完成“十三五”目标。按照《中长期铁路网规划》，到 2020 年，公司网规模将达到 15 万公里，其中高铁 3 万公里；将建成以“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、城际铁路补充的现代高速铁路网。

表 4 公司计划 2019 年开工项目情况

(单位: 公里)

序号	项目	规模
1	川藏铁路雅安至林芝段	998
2	京港通道丰台至雄安至商丘段	638
3	重庆至昆明高速铁路	703
4	沈阳至白河高速铁路	440
5	西宁至成都铁路	509
6	包头至银川高速铁路包头至惠农端	440
7	宜昌至郑万高铁联络线	110
8	酒泉至额济纳铁路酒泉至 207 段	243
9	西安至延安高速铁路	292

10	西安至十堰高速铁路	253
11	郑州至济南高速铁路濮阳至济南段	209
12	上海至苏州至湖州铁路	164
13	重庆至黔江高速铁路	265
14	成都至新机场至自贡高速铁路	176
15	西安至安康高速铁路	170
16	湖州至杭州西至杭黄联络线	142
17	龙川至龙岩铁路龙岩至武平段	64
18	青藏铁路格拉段电化	1140
19	佳木斯至鹤岗铁路扩能改造	80
20	博贺港支线铁路	50
21	宁波枢纽庄桥至宁波段新建三四线	7
22	唐呼线开行万吨列车葫芦站疏解改造工程	/
23	乌北至淮东铁路增建二线	193
24	岚山疏港铁路	31
25	唐山枢纽马柳-沙河驿镇-古冶等联络线电化	40
26	万州新田港铁集疏运中心	16

资料来源：公开资料

技术创新及节能减排

重要技术标准制定方面，2018 年，国家铁路局发布了铁道行业技术标准 130 项、铁路工程造价标准 15 项，制修订铁路工程建设标准 26 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 75 项、铁路专利 67 项、铁路技术标准 49 项、铁路科技论文 176 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。2018 年，国家铁路能源消耗折算标准煤 1624.21 万吨，比上年减少 2.57 万吨。单位运输工作量综合能耗 4.11 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.23 吨标准煤/百万换算吨公里。单位运输工作量主营综合能耗 3.90 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.08 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》通过扩大完善铁路基础设施

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报表和2019年半年度财务报表，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 2018 年底，公司资产总额为 80023.39 亿元，权益合计为 27889.60 亿元。2018 年，公司实现收入合计 10955.31 亿元（其中运输收入 7658.57 亿元），利润总额 705.92 亿元（含税后铁路建设基金 527.57 亿元）。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额为 80845.58 亿元，权益合计为 27966.21 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现收入合计 5281.78 亿元（其中运输收入 3937.54 亿元），利润总额 354.42 亿元（含税后铁路建设基金 260.44 亿元）。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产规模保持稳定增

长态势，年均复合增长5.05%，资产结构以固定资产和在建工程为主，与业务特点相匹配。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5942.61	8.20	5467.75	7.15	5294.85	6.62	5918.63	7.32
长期投资	1045.90	1.44	1277.25	1.67	1298.15	1.62	1949.94	2.41
固定资产净值	45341.01	62.53	48475.65	63.38	51885.27	64.84	50911.44	62.97
在建工程	12040.60	16.60	12806.57	16.74	12210.40	15.26	12788.08	15.82
其他	8142.49	11.23	8456.66	11.06	9334.72	11.66	9277.49	11.48
资产总额	72512.61	100.00	76483.88	100.00	80023.39	100.00	80845.58	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2016—2018年，公司流动资产呈下降趋势，年均复合下降5.61%，主要系货币资金减少所致。2018年底，公司流动资产5294.85亿元，较2017年底下降3.16%，构成主要为货币资金和应收款。

2016—2018年，公司货币资金持续下降，年均复合下降25.57%。2018年底，公司货币资金为1145.43亿元，占流动资产比重为22.16%，整体资金较为充裕。

2016—2018年，公司应收款小幅增长，年均复合增长1.34%。2018年底，公司应收款2986.73亿元，较2017年底增长2.14%，主要来自建设单位的应收款和其他应收款增长。

2016—2018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11.41%。2018年底，公司长期投资1298.15亿元，较2017年底增长1.64%，主要为对外股权投资。

随着铁路建设持续推进，2016—2018年，公司固定资产呈持续增长状态，年均复合增长7.73%。2018年底，公司固定资产原值64084.33亿元，累计计提折旧12199.06亿元，固定资产净值51885.27亿元；在建工程12210.40亿元，较2017年底下降4.66%。

2019年6月底，公司资产总额80845.58亿元，较2018年底增长1.03%，仍以固定资产和在建工程为主。

总体来看，随着铁路建设持续进行，公司

资产规模持续增长，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

2016—2018年，公司权益保持稳定增长，年均复合增长4.87%。2018年底，公司权益增至27889.60亿元，主要系资本金增加。2018年底公司权益中资本金占101.66%，资本公积占1.64%，盈余公积占0.46%，未分配利润占-3.76%。2019年6月底，公司权益合计27966.21亿元，基本与上年底持平。

总体看，公司权益以资本金为主，权益稳定性好。

负债

2016—2018年，公司负债规模逐年上升，年均复合增长5.15%。2018年底，公司负债总额52133.79亿元，较2017年底增长4.52%，主要源于国内借款的增加。负债总额中，流动负债占13.39%，长期负债占86.61%，公司负债以长期负债为主，与铁路建设周期长的特征匹配，负债结构合理。

2016—2018年，公司流动负债波动下降，年均复合下降4.46%；2018年底，公司流动负债6979.74亿元，由应付款（占93.42%）和短期负债（占6.58%）构成。同期，公司长期负债持续增长，分别为39507.38亿元、41886.78亿元和45154.05亿元，主要是国内长期借款。

2019年6月底，公司负债合计52879.37亿元，较2018年底负债合计增长1.43%，其中流动负债占13.41%，长期负债占86.59%，负债仍以长期负债为主。

表6 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年6月
短期债务	1376.87	1655.36	458.97	835.94
长期债务	39507.38	41886.78	45154.05	45788.83
全部债务	40884.25	43542.14	45613.02	46624.77
长期债务资本化比率	60.91	61.16	61.82	62.08
全部债务资本化比率	61.72	62.07	62.06	62.51
资产负债率	65.03	65.21	65.15	65.41

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2016—2018年，公司债务规模持续增长，年均增长5.62%。2018年底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为458.97亿元、45154.05亿元和45613.02亿元。2016—2018年，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基本稳定，2018年底上述指标分别为65.15%、62.06%和61.82%。2019年6月底，公司全部债务46624.77亿元，较2018年底略有上升；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65.41%、62.08%和62.51%。总体看，公司债务负担一般且比较稳定。

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。

由于铁路建设规模大，公司债务规模有所上升，但整体负债水平仍处于适当范围。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司收入规模呈持续上升趋势，年均复合增长9.88%，2018年达到10955.31亿元。2016—2018年，公司成本持续

增长，增速低于收入增速，分别为8724.67亿元、9585.41亿元和10352.28亿元，主要系受人工和折旧成本上升影响。同期，公司营业利润率分别为3.39%、5.11%和5.03%，2017年大幅增长主要系运输收入大幅增长。

2016—2018年，公司利润总额大幅增长，年均复合增长33.44%。2018年，公司实现利润总额705.92亿元（含税后铁路建设基金527.57亿元），同比上升16.11%；同期，公司税后利润为20.45亿元，同比增长12.42%。

2019年1—6月，公司实现收入和利润总额分别为5281.78亿元和354.42亿元（含税后铁路建设基金260.44亿元），税后利润为-2.05亿元；营业利润率为4.66%。

表7 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
收入合计	9074.48	10154.49	10955.31
利润总额	396.45	607.95	705.92
营业利润率	3.39	5.11	5.03
总资本收益率	1.15	1.11	1.13
净资产收益率	1.65	1.88	1.96

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从盈利指标看，2016—2018年，公司总资本收益率（含税后建设基金）基本保持稳定，2018年为1.13%；净资产收益率（含税后建设基金）持续上升，分别为1.65%、1.88%和1.96%。

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，在国民经济的持续发展下，对铁路运输的需求将越来越大，铁路收入将会保持较大的规模。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。

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。

5. 现金流

从资金来源看, 2016—2018 年, 公司资金来源有所波动。2018 年, 公司资金来源为 10540.31 亿元, 同比略有增长。其中, 贷款占 54.22%, 扣除营业税后的建设基金占 5.16%, 其他(指通过发行铁路建设债券等渠道筹集的资金)占 23.79%, 折旧占 16.64%。

从资金运用看, 2016—2018 年, 公司资金运用持续下降, 年复合变动-7.64%, 组成主要为基建投资和还本付息。2018 年, 公司资金运用合计 10863.05 亿元, 同比下降 2.24%。

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。2016—2018 年, 公司年末现金分别为 2067.75 亿元、1468.17 亿元和 1145.43 亿元, 年均复合下降 25.57%, 对保证建设及还本付息支出提供了一定的资金保障。

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。2016—2018 年, 公司经营净现金流入量持续上升, 为 1659.89 亿元、1876.96 亿元和 2317.90 亿元。

2019 年 1—6 月, 公司资金来源及运用分别达到 4196.32 亿元和 4030.44 亿元, 资金来源可以覆盖资金支出, 差额为 165.88 亿元, 期末现金为 1311.31 亿元。

未来我国国民经济将继续稳定发展, 对铁路运输的客货运需求将较快增长。预计公司长期具有较好的盈利水平和稳定的现金流入, 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。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面, 2016—2018 年, 公司流动比率和速动比率整体呈波动趋势, 2018 年底分别为 75.86%和 64.39%; 2019 年 6 月底上述两指标分别为 83.47%和 71.97%。2016—2018 年及 2019 年 6 月底, 公司现金短期债务比分别为 1.50 倍、0.89 倍、2.50 倍和 1.57 倍。

长期偿债能力方面, 2016—2018 年, 公司 EBITDA 分别为 2377.07 亿元、2728.89 亿元和 3266.33 亿元, EBITDA 利息倍数分别为 3.16 倍、3.59 倍和 4.05 倍, EBITDA 对利息的保障能力强; 全部债务/EBITDA 分别为 17.20 倍、15.96 倍和 13.96 倍。

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。

铁路在中国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。近年来公司运输收入保持一定的增长速度, 国家加大了对铁路建设的投资力度, 路网规模进一步扩大, 技术装备现代化水平显著提高, 有力增强了铁路行业的竞争力。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。考虑到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, 公司整体偿债能力极强。

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 100.00 亿元, 本期中期票据发行规模相当于公司 2019 年 6 月底长期债务的 0.22%, 全部债务的 0.21%, 对公司现有债务影响较小。

2019 年 6 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 65.41%、62.08%和 62.51%。以 2019 年 6 月底财务数据为基础, 考虑到公司于 2019 年 7 月至报告出具日共发行 18 期铁路建设债券和 1 期中期票据(余额合计 1750.00 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%、63.01%和 63.41%, 整体负债水平

略有上升。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 23.77 倍、27.29 倍和 32.66 倍；经营性净现金流入为本期中期票据规模的 16.60 倍、18.77 倍和 23.18 倍。公司 EBITDA 和经营性净现金流对本期中期票据的保障能力极强。

十、结论

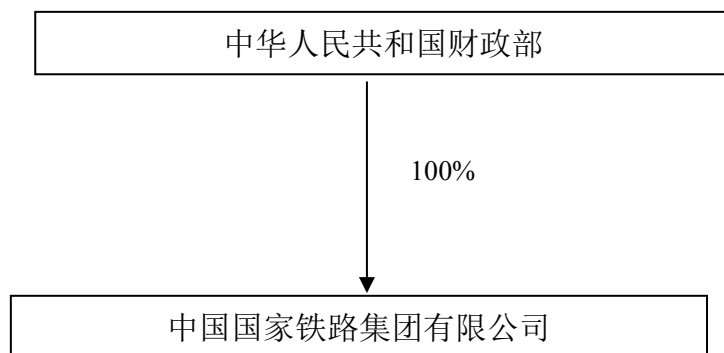
铁路在国民经济和社会发展中具有重要的战略地位，近年来铁路运输的客货运需求增长较快，铁路建设规模维持较高水平，铁路行业发展前景良好。

公司承继了铁路总公司的所有的资产、资质证照以及债权债务。公司以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营，在市场地位和政府支持等方面具有显著优势。公司资产和收入规模大，现金流状况良好，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、债务规模上升、运输成本上涨、市场化及公司制改革推进等因素对公司未来经营及财务状况可能产生的影响。

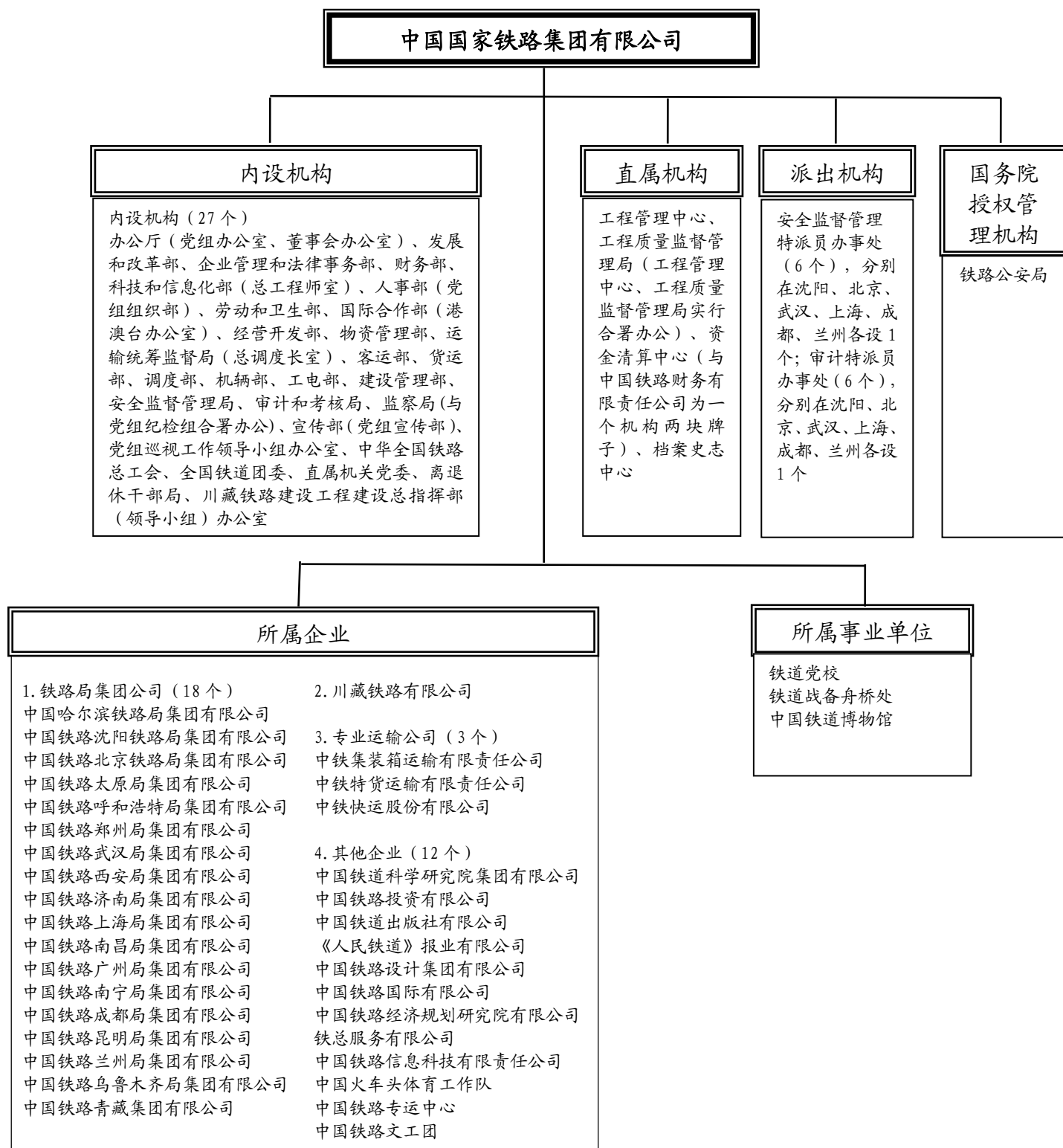
公司 EBITDA 和经营性净现金流对本期中期票据具有极强的保障能力。此外，国家明确公司继续享有国家和地方各级政府对原铁道部和铁路总公司的各项优惠政策，在融资、债务处理、国有资产收益上缴以及公益性运输补贴机制等方面继续对公司提供支持，公司发行的铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，以上支持均有利于缓解公司对外融资压力。

综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2067.75	1468.17	1145.43	1311.31
资产总额(亿元)	72512.61	76483.87	80023.39	80845.58
权益(亿元)	25359.17	26605.37	27889.60	27966.21
短期债务(亿元)	1376.87	1655.36	458.97	835.94
长期债务(亿元)	39507.38	41886.78	45154.05	45788.83
全部债务(亿元)	40884.25	43542.14	45613.02	46624.77
运输收入(亿元)	5928.36	6942.54	7658.57	3937.54
利润总额(亿元)	396.45	607.95	705.92	354.42
EBITDA(亿元)	2377.07	2728.89	3266.33	--
经营性净现金流(亿元)	1659.89	1876.96	2317.90	1203.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.33	3.48	3.71	--
存货周转次数(次)	9.30	10.02	10.82	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.14	0.14	--
营业利润率(%)	3.39	5.11	5.03	4.66
总资本收益率(%)	1.15	1.11	1.13	--
净资产收益率(%)	1.65	1.88	1.96	--
长期债务资本化比率(%)	60.91	61.16	61.82	62.08
全部债务资本化比率(%)	61.72	62.07	62.06	62.51
资产负债率(%)	65.03	65.21	65.15	65.41
流动比率(%)	77.72	68.42	75.86	83.47
速动比率(%)	67.85	58.64	64.39	71.97
现金短期债务比(倍)	1.50	0.89	2.50	1.57
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.59	4.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.20	15.96	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 3 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
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/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 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

联合资信评估有限公司关于 中国国家铁路集团有限公司 2019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。