

信用等级公告

联合〔2020〕3965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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十月二十一日



中国国家铁路集团有限公司主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2020年10月21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

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

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。

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。

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 3 月
现金类资产（亿元）	1468.17	1145.43	1225.44	1114.35
资产总额（亿元）	76483.87	80023.39	83149.63	83229.18
权益（亿元）	26605.37	27889.60	28290.41	28181.89
短期债务（亿元）	1655.36	458.97	709.31	1226.92
长期债务（亿元）	41886.78	45154.05	47657.35	47931.94
全部债务（亿元）	43542.14	45613.02	48366.66	49158.86
运输收入（亿元）	6942.54	7658.57	8168.46	1419.23
利润总额（亿元）	607.95	705.92	769.85	-473.83
EBITDA（亿元）	2728.89	3266.33	3630.07	--
经营性净现金流（亿元）	1876.96	2317.90	2470.76	12.04
营业利润率（%）	5.11	5.03	4.54	-25.74
净资产收益率（%）	1.88	1.96	1.99	--
资产负债率（%）	65.21	65.15	65.98	66.14
全部债务资本化比率（%）	62.07	62.06	63.09	63.56
流动比率（%）	68.42	75.86	60.31	63.18
速动比率（%）	58.64	64.39	49.15	51.03
现金短期债务比（倍）	0.89	2.50	1.73	0.91
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	2020/06/08	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	--
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、该公司信用等级自 2020 年 10 月 21 日至 2021 年 10 月 20 日有效；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主体长期信用评级报告

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。财政部为公司实际控制人。

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3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3月底,公司资产总额83229.18亿元,权益合计28181.89亿元。2020年1—3月,公司实现收入合计1883.09亿元(其中运输收入1419.23亿元),利润总额-473.83亿元(含税后铁路建设基金120.79亿元)。

公司注册地址:北京市海淀区复兴路10号;法定代表人:陆东福。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的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。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未

消除，经济增长还未恢复到正常水平。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压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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，GDP 为不变价规模；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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成

为投资增长的主要支撑。民间投资增速-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长

-6.6%)，对日本累计进出口额为 1.03 万亿元(同比增长 0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降 1.9%，比上季度(-0.6%)降幅继续扩大，较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降 2.6%，降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，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，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期(分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外)，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出(下降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然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，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加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；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；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。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额

400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济及政策前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、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认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，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。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要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；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目

目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控及保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

三、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。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。

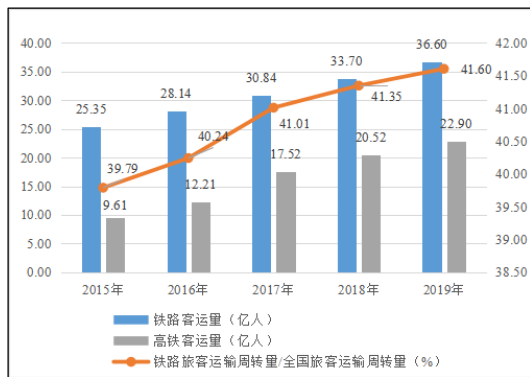
2. 铁路运输

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，还采取降低了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。

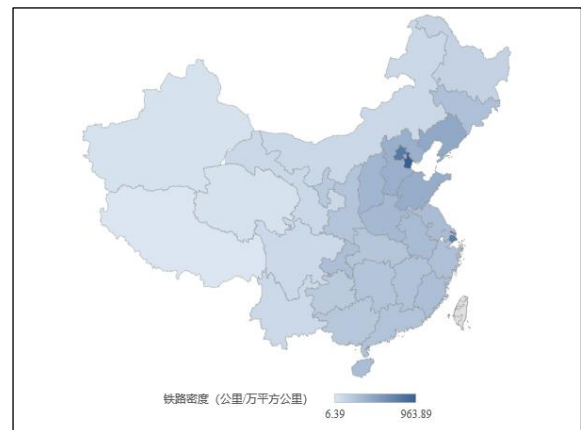
表 2 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

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

¹ 统计口径为国家铁路

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
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，以及整车运输的矿产品、金属材料、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

发布日期	文件名称	主要内容
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。

四、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；财政部代表国务院履行出资人职责，是公司的实际控制人。

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。

公司高级管理人员共 9 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。

五、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。

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。

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、办理程序及各项

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。

六、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1-3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，主要来自运输收入的增长。

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，客运收入在运输收入中的比重逐年提升，已成为公司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1-3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	1419.23	75.37	-48.67
货运收入	3160.28	31.12	/	3522.47	32.15	/	3618.82	31.89	/	838.76	44.54	/
客运收入	3197.46	31.49	/	3569.78	32.58	/	3918.34	34.53	/	452.76	24.04	/
其他运输收入	584.80	5.76	/	566.32	5.17	/	631.30	5.56	/	127.71	6.78	/
其他收入	3211.95	31.63	41.15	3296.74	30.09	45.57	3179.95	28.02	45.52	463.86	24.63	46.47
合计	10154.49	100.00	5.60	10955.31	100.00	5.50	11348.41	100.00	5.04	1883.09	100.00	-25.24

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1-3月，公司实现含税收入1883.09亿元，相当于2019年全年的16.59%。2020年1-3月，公司实现运输收入1419.23亿元，较2019年同期下降26.58%。其中，货运

收入838.76亿元，较2019年同期小幅下降3.26%；客运收入452.76亿元，较2019年同期大幅下降51.15%；其他运输收入127.71亿元，较2019年同期下降8.18%。2020年1-3月，公司实现其他收入463.86亿元。毛利率方面，2020年1-3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1-3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 1-3月
全国铁路旅客发送量	30.84	33.75	36.60	3.83
国家铁路	30.38	33.17	35.79	3.78
占比	98.51	98.28	97.78	98.57
全国铁路旅客周转量	13456.92	14146.58	14706.64	1722.15
国家铁路	13396.96	14063.99	14529.55	1720.23
占比	99.55	99.42	98.80	99.89
全国铁路货运发送量	36.89	40.26	43.89	10.53
国家铁路	29.18	31.91	34.40	8.24
占比	79.10	79.26	78.38	78.23

全国铁路货运周转量	26962.20	28820.99	30181.95	6942.03
国家铁路	24091.70	25800.96	27009.55	6230.79
占比	89.35	89.52	89.49	89.75

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2020年3月全国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1-3月，受新冠肺炎疫情影响，公司铁路旅客发送量完成3.78亿人，较2019年同期大幅下降54.8%；公司铁路旅客周转量1720.23亿人公里，较2019年同期大幅下降53.0%。同期，公司铁路货运总发送量完成8.24亿吨，同比上升3.1%；公司铁路货运总周转量完成6230.79亿吨公里，同比略有下降1.3%。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1-3月，受新冠肺炎疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，全国铁路固定资产投资完成799亿元，较2019年同期下降21.0%。

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。

2020 年，全国铁路固定资产投资将保持较大规模，确保投产新线 4000 公里以上，其中高铁 2000 公里。公司 2020 年计划开工建设的铁路项目 20 个，另有储备项目 12 个。按照《中长期铁路网规划》，到 2020 年底中国铁路网规模将达到 15 万公里，其中高铁 3 万公里；计划建成以“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 6 公司计划 2020 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	967
2	丰台至雄安至商丘高速铁路	639
3	重庆至昆明高速铁路	699
4	沈阳至白河高速铁路	429
5	西宁至成都铁路西宁至黄胜关段	497
6	包银高速铁路包头至惠农段	419
7	郑济高铁濮阳至济南段	210
8	西安至安康告诉铁路	170
9	西安至延安高速铁路	287
10	西安至十堰高速铁路	257
11	宜昌至郑万高铁联络线	109
12	上海至苏州至湖州高速铁路	163
13	重庆至黔江高速铁路	270
14	乌北至淮东铁路增建二线	187
15	日照岚山疏港铁路	35
16	湖州至杭州西至杭黄联络线	137
17	宁波枢纽庄桥至宁波段新建三四线	7
18	青藏铁路格拉段电化改造	1136
19	兰州至张掖三四线中川机场至武威	194
20	茂名东至博贺港铁路	50

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，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，促进沿线区域交流和合作资源优化配置，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报表

和 2020 年一季度财务报表,天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行审计,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3月底,公司资产总额83229.18 亿元,权益合计28181.89亿元。2020年1—3月,公司实现收入合计1883.09亿元(其中运输收入 1419.23亿元),利润总额-473.83亿元(含税后铁路建设基金120.79亿元)。

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。

表 7 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 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	4495.43	5.40
长期投资	1277.25	1.67	1298.15	1.62	1870.04	2.25	1919.41	2.31
固定资产净值	48475.65	63.38	51885.27	64.84	56353.46	67.77	55990.30	67.27
在建工程	12806.57	16.74	12210.40	15.26	10239.98	12.32	10383.00	12.48
其他	8456.66	11.06	9334.72	11.66	10342.81	12.44	10441.04	12.54
资产总额	76483.88	100.00	80023.39	100.00	83149.63	100.00	83229.18	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。

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 3 月底，公司资产总额 83229.18 亿元，较 2019 年底变化不大，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 3 月底，公司权益合计 28181.89 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 3 月底，公司负债合计 55047.29 亿元，较 2019 年底小幅增长 0.34%，负债结构变化不大。

表 8 公司有息债务指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	1655.36	458.97	709.31	1226.92
长期债务	41886.78	45154.05	47657.35	47931.94
全部债务	43542.14	45613.02	48366.66	49158.86
长期债务资本化比率	61.16	61.82	62.75	62.97
全部债务资本化比率	62.07	62.06	63.09	63.56
资产负债率	65.21	65.15	65.98	66.14

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 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.14%、63.56%和 62.97%。

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。

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—3 月，公司实现收入及利润总额分别为 1883.09 亿元和 473.83 亿元（含税后铁路建设基金 120.79 亿元）。

表 9 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. 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 3 月底上述两指标分别为 63.18%和 51.03%。2019 年底及 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 1.73 倍和 0.91 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。

八、结论

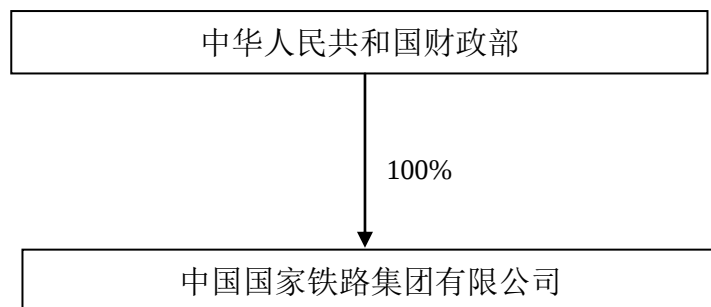
铁路在国民经济和社会发展中具有重要的战略地位，近年来铁路运输的客货运需求较快增长，铁路建设规模维持较高水平，铁路行业发展前景良好。

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。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，联合资信关注到公司的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。

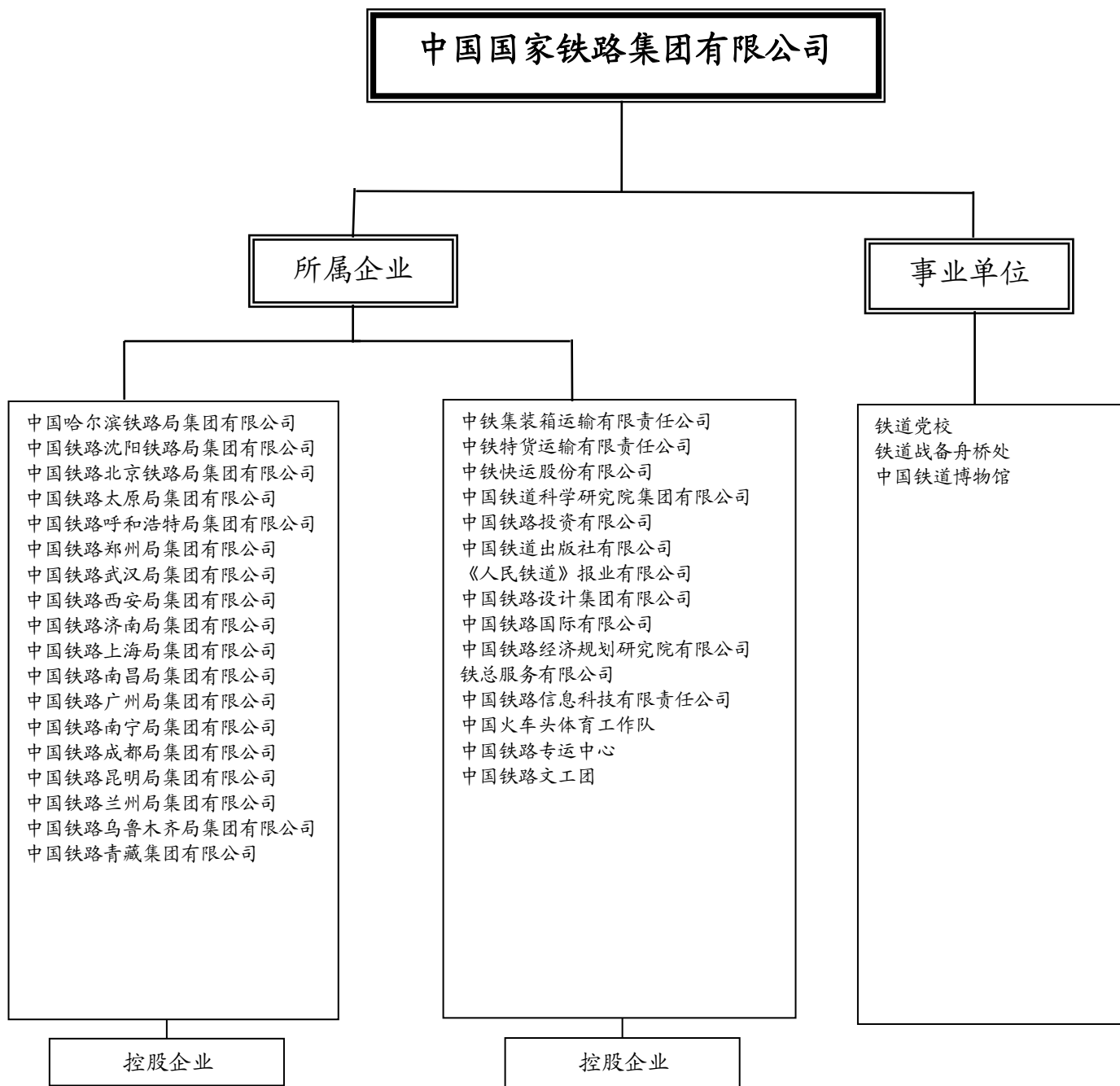
国家明确公司继续享有国家和地方各级政府对原铁道部和铁路总公司的各项优惠政策，在融资、债务处理、国有资产收益免缴以及公益性运输补贴等方面继续对公司提供支持，公司发行的铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，以上支持均有利于缓解公司对外融资压力。

综合评估，联合资信认为公司主体长期信用风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1468.17	1145.43	1225.44	1114.35
资产总额(亿元)	76483.87	80023.39	83149.63	83229.18
权益(亿元)	26605.37	27889.60	28290.41	28181.89
短期债务(亿元)	1655.36	458.97	709.31	1226.92
长期债务(亿元)	41886.78	45154.05	47657.35	47931.94
全部债务(亿元)	43542.14	45613.02	48366.66	49158.86
运输收入(亿元)	6942.54	7658.57	8168.46	1419.23
利润总额(亿元)	607.95	705.92	769.85	-473.83
EBITDA(亿元)	2728.89	3266.33	3630.07	--
经营性净现金流(亿元)	1876.96	2317.90	2470.76	12.04
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	-25.74
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	62.97
全部债务资本化比率(%)	62.07	62.06	63.09	63.56
资产负债率(%)	65.21	65.15	65.98	66.14
流动比率(%)	68.42	75.86	60.31	63.18
速动比率(%)	58.64	64.39	49.15	51.03
现金短期债务比(倍)	0.89	2.50	1.73	0.91
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 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在中国国家铁路集团有限公司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。中国国家铁路集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对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及外部经营环境等相关信息，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。