跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1190 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国铁路总公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“09铁道部MTN2”、“10铁道MTN1”、“12铁道MTN1”、“12铁道MTN2”、“13铁道MTN1”、“14铁道MTN001”、“14铁道MTN002”、“14铁道MTN003”、“15铁道MTN001”、“15铁道MTN002”、“16铁道MTN001”和“16铁道MTN002”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中国铁路总公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 铁道部 MTN2	50 亿元	2009/1/16-2019/1/16	AAA	AAA
10 铁道 MTN1	100 亿元	2010/4/29-2017/4/29	AAA	AAA
12 铁道 MTN1	150 亿元	2012/2/23-2017/2/23	AAA	AAA
12 铁道 MTN2	150 亿元	2012/3/08-2017/3/08	AAA	AAA
13 铁道 MTN1	200 亿元	2013/5/24-2018/5/24	AAA	AAA
14 铁道 MTN001	200 亿元	2014/4/23-2019/4/23	AAA	AAA
14 铁道 MTN002	100 亿元	2014/10/24-2019/10/24	AAA	AAA
14 铁道 MTN003	100 亿元	2014/11/26-2019/11/26	AAA	AAA
15 铁道 MTN001	200 亿元	2015/3/25-2020/3/25	AAA	AAA
15 铁道 MTN002	100 亿元	2015/11/2-2020/11/2	AAA	AAA
16 铁道 MTN001	150 亿元	2016/05/19-2021/05/19	AAA	AAA
16 铁道 MTN002	200 亿元	2016/06/08-2021/06/08	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产（亿元）	1993.13	2094.41	1971.21	2110.99
资产总额(亿元)	50462.18	56099.30	62458.70	63490.29
所有者权益(亿元)	18203.68	19343.79	21507.25	22045.13
长期债务(亿元)	26040.86	30280.81	33885.26	34565.95
全部债务(亿元)	26734.40	31151.41	35101.84	36251.92
运输收入(亿元)	6068.08	5920.36	5837.41	1428.91
利润总额(亿元)	697.03	625.03	534.56	25.94
EBITDA(亿元)	2293.74	2476.51	2414.38	--
经营性净现金流量(亿元)	1710.16	1791.40	1570.00	318.22
营业利润率（%）	6.01	5.10	5.03	0.48
净资产收益率(%)	3.46	2.86	2.12	--
资产负债率(%)	63.93	65.52	65.57	65.28
全部债务资本化比率(%)	59.49	61.69	62.01	62.18
流动比率(%)	78.28	80.91	74.78	83.28
全部债务/EBITDA(倍)	11.66	12.58	14.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.28	3.93	3.10	--

注：计算净资产收益率时已将税后建设基金包括在内。

评级观点

中国铁路总公司（以下简称“铁路总公司”）为中华人民共和国原铁道部（以下简称“原铁道部”）企业职能的承接主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其评级反映了铁路总公司在市场地位和政府支持等方面具有显著优势。跟踪期内，铁路总公司资产规模继续扩大，现金流状况良好，获得政府支持力度大，整体偿债能力强。同时，联合资信也关注到国内运输市场竞争加剧、货运收入有所下滑、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铁路总公司未来经营及财务状况可能产生的影响。

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

综合考虑，联合资信维持铁路总公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“09 铁道部 MTN2”、“10 铁道 MTN1”、“12 铁道 MTN1”、“12 铁道 MTN2”、“13 铁道 MTN1”、“14 铁道 MTN001”、“14 铁道 MTN002”、“14 铁道 MTN003”、“15 铁道 MTN001”、“15 铁道 MTN002”、“16 铁道 MTN001”和“16 铁道 MTN002”AAA 的信用等级。

优势

1. 铁路在国民经济和社会发展中具有重要的战略地位，跟踪期内铁路运输的客运需求继续

分析师
王丽娟 刘 博
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）
Http：// www.lhratings.com

增长，铁路建设规模不断扩大，铁路行业发展前景良好。

2．跟踪期内，路网结构的优化、车辆装备水平以及运输效率的提升使铁路竞争实力明显增强。铁路客运量等主要指标保持稳步增长。

3. 铁路总公司EBITDA、经营净现金流量和现金类资产对存续期中期票据具有很强的保障能力。

关注

1．公路和航空运输的快速发展，加剧了运输行业的竞争。铁路总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．跟踪期内，货运收入有所下滑，对铁路总公司盈利能力有一定影响。

3．未来铁路总公司在铁路建设发展、投融资体制和运价体系、公益性线路和运输补贴机制等方面的改革措施仍有待进一步明确和完善。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国铁路总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国铁路总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中国铁路总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国铁路总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国铁路总公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

中国铁路总公司（以下简称“铁路总公司”或“公司”）是经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》）文件批复，于2013年3月14日注册成立的国有独资企业，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。《组建批复》中明确将原铁道部相关资产、负债和人员划入中国铁路总公司，将原铁道部对所属18个铁路局（含广州铁路集团公司、青藏铁路公司）、3个专业运输公司及其他企业的权益作为铁路总公司的国有资本。铁路总公司注册资金为10360亿元人民币，不进行资产评估和审计验资；实收国有资本数额以财政部核定的国有资产产权登记数额为准。财政部为铁路总公司实际控制人。

根据《组建批复》，铁路总公司以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营。铁路总公司负责铁路运输统一调度指挥，负责国家铁路客货运输经营管理，承担国家规定的公益性运输，保证关系国计民生的重点运输和特运、专运、抢险救灾运输等任务；负责拟订铁路投资建设计划，提出国家铁路网建设和筹资方案建议；负责建设项目前期工作，管理建设项目。负责国家铁路运输安全，承担铁路安全生产主体责任。交通运输部和国家铁路局依法对铁路总公司进行行业监管。

铁路总公司机关内设机构包括：办公厅、改革与法律部、计划统计部、财务部、科技管理部、人事部、劳动和卫生部、国际合作部、资本运营和开发部、物资管理部、价格管理部、运输局（内设综合部、营运部、调度部、机务部、车辆部、供电部、工务部、电务部、信息化部）、建设管理部、安全监督管理局、审计和考核局、监察局、宣传部、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。另设置工程质量安全监督总站、资金清算中心、工程管理中心和档案史志中心4个直属机构。

截至 2015 年底，铁路总公司资产总额为62458.70亿元，权益合计为21507.25亿元。2015年实现收入合计 9162.58 亿元（含运输收入5837.41 亿元），利润总额 534.56 亿元（含税后铁路建设基金 448.80 亿元）。

截至 2016 年 3 月底，铁路总公司资产总额为 63490.29 亿元，权益合计为 22045.13 亿元。2016 年第一季度实现收入合计 2019.06 亿元（含运输收入 1428.91 亿元），利润总额 25.94 亿元（含税后铁路建设基金 99.61 亿元）。

公司注册地址：北京市海淀区复兴路 10 号；法定代表人：盛光祖。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速

回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

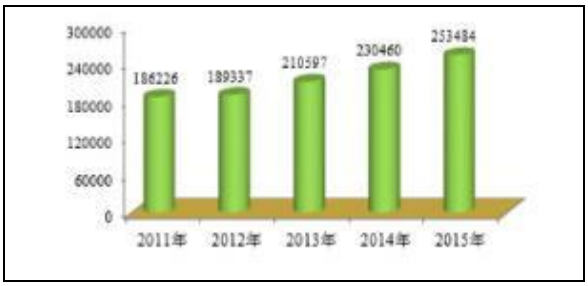
1. 行业概况

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《2015 年铁道统计公报》，2015 年，全国铁路旅客发送量完成 25.35 亿人，比上年增加 2.30 亿人、增长 10.0%。其中，国家铁路 24.96 亿人，增长 9.9%；全国铁路旅客周转量完成 11960.60 亿人公里，比上年增加 718.76 亿人公里。其中，国家铁路 11905.30 亿人公里，增长 6.4%。

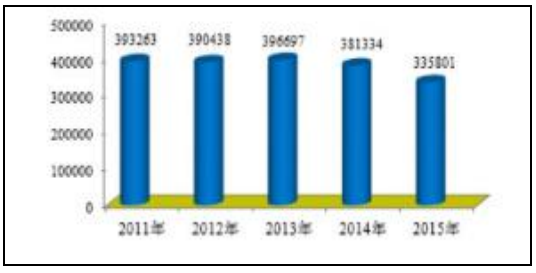
图 1 国铁路旅客发送量（单位：万人）



资料来源：2015 年铁路统计公报

从货运方面看，2015 年全国铁路货运总发送量完成 33.58 亿吨，比上年减少 4.55 亿吨、下降 11.9%。其中，国家铁路 27.14 亿吨，下降 11.6%。全国铁路货运总周转量完成 23754.31 亿吨公里，比上年减少 3775.88 亿吨公里、下降 13.7%。其中，国家铁路 21598.37 亿吨公里，下降 14.0%。

图 2 全国铁路货运总量 （单位：万吨）



资料来源：2015 年铁路统计公报

从铁路建设方面看，2015 年全国铁路固定资产投资完成 8238 亿元。投产新线 9531 公里，其中高速铁路 3306 公里。

截至 2015 年，全国铁路营业里程达到 12.1 万公里，比上年增长 8.2%，其中高铁营业里程超过 1.9 万公里。路网密度 126 公里/万平方公里，比上年增加 9.5 公里/万平方公里。其中，复线里程 6.4 万公里，比上年增长 12.5%，复线率 52.9%，比上年提高 2.1 个百分点；电气化里程 7.4 万公里，比上年增长 12.9%，电化率 60.8%，比上年提高 2.5 个百分点。西部地区营业里程 4.8 万公里，比上年增加 4401 公里，增长 10.1%。

图 3 全国铁路营业里程（单位：万公里）



资料来源：2015 年铁路统计公报

截至 2015 年底，全国铁路机车拥有量为 2.1 万台，比上年减少 69 台，其中内燃机车占 43.2%，比上年下降 1.8 个百分点，电力机车占 56.8%，比上年提高 1.8 个百分点。全国铁路客车拥有量为 6.5 万辆，比上年增加 0.4 万辆；动车组 1883 组、17648 辆，比上年增加 479 组、3952 辆。全国铁路货车拥有量为 72.3 万辆。

科技创新方面，全国铁路科技创新能力进一步增强，2015 年，全国铁路发布了《高速铁路扣件》、《铁路车站计算机联锁技术条件》、《铁路电力设计规范》等 116 项铁路技术标准；完成了《高速铁路设计规范》、《城际铁路设计规范》等 31 项铁路技术标准的英文翻译出版工作；主持 9 项国际电工委员会（IEC，其中已发布 5 项）铁路国际标准的制定工作；新主持 5 项国际铁路联盟（UIC）国际标准。2015 年，铁路行业 4 项科技成果荣获 2015 年度国家科学技术奖。《京沪高速铁路工程》荣获科技进步特等奖，《高速铁路大断面黄土隧道建设成套技术及应用》荣获国家科技进步二等奖，《砂卵石地层盾构隧道施工安全控制与高效掘进技术》和《高速、重载列车牵引控制关键技术及应用》荣获国家技术发明二等奖。

“一种喷射机械手” 和“双侧半弹簧式托头带载横向调整机构”等荣获第十七届中国专利奖优秀奖。

2015 年，国家铁路能源消耗折算标准煤 1569.47 万吨，比上年减少 83.37 万吨，降低 5.0%。单位运输工作量综合能耗 4.68 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年增加 0.13 吨标准煤/百万换算吨公里，增长 2.9%。单位运输工作量主营综合能耗 4.05 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年增加 0.15 吨标准煤/百万换算吨公里，增长 3.8%。2015 年国家铁路化学需氧量排放量 2002 吨，比上年减排 9 吨，降低 0.4%。二氧化硫排放量 28760 吨，比上年减排 2923 吨，降低 9.2%。

2. 运输价格调整

为适应运输市场发展，进一步推动货运价格市场化，积极引导社会资本投入，加快推进铁路建设，2014 年 1 月 30 日，国家发展改革委发布《关于调整铁路货物运价有关问题的通知》（发改价格〔2014〕210 号），对全路实行统一运价的营业线货物平均运价平均每吨公里提高 1.5 分。2015 年 1 月 29 日，国家发展改革委发布《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》（发改价格〔2015〕183 号），决定适当调整铁路货运价格，并建立上下浮动机制。具体为：国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1 分钱，即由现行 14.51 分提高到 15.51 分，并作为基准价，允许上浮不超过 10%，下浮不限。在上述浮动范围内，铁路运输企业可以根据市场供求状况自主确定具体运价水平。运价调整措施自 2015 年 2 月 1 日起实行，运价调整政策自 2015 年 8 月 1 日起实行。上述价格调整有利于缓解运营成本快速上升带来的经营压力。同时客运价格实行政府定价和市场调节价相结合。未来受宏观经济重大变动等因素影响，可能出现客货运运价调整。

表 1　各类货物铁路运输基准运价率表

办理类别	运价号	基价 1		基价 2	
		单位	新标准	单位	新标准
整车	2	元/吨	9.50	元/吨公里	0.086
	3	元/吨	12.80	元/吨公里	0.091
	4	元/吨	16.30	元/吨公里	0.098
	5	元/吨	18.60	元/吨公里	0.103
	6	元/吨	26.00	元/吨公里	0.138
	7	-	-	元/轴公里	0.525
	机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140
零担	21	元/10 千克	0.220	元/10 千克公里	0.0011
	22	元/10 千克	0.280	元/10 千克公里	0.00155
集装箱	20 英尺箱	元/箱	500	元/箱公里	2.025
	40 英尺箱	元/箱	680	元/箱公里	2.754

资料来源：国家发展和改革委员会 2015 年 1 月 29 日下发的《关于调整铁路货物运价有关问题的通知》

3. 铁路投融资改革

长期以来，铁路建设资金以政府投资和铁路系统自身融资为主。自 2003 年到 2010 年铁路建设高峰期，铁路建设项目批复投资总规模超过 4 万亿元。然而此后一段时期，由于种种原因铁路融资能力下降，铁路建设由高峰跌入低谷，很多项目甚至停工。如果只靠国家投资和铁路自身贷款融资搞建设，难以满足铁路大规模建设需求，也让铁路背负起日益沉重的包袱。

在 2013 年 5 月 6 日召开的国务院常务会议上，“形成铁路投融资体制改革方案，支线铁路、城际铁路、资源开发性铁路所有权、经营权率先向社会资本开放，引导社会资本投资既有干线铁路”，被列入 2013 年深化经济体制改革的重点工作。

2014 年 4 月 2 日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议确定了深化铁路投融资体制改革、筹措和落实建设资金的政策措施，主要包括：一是设立铁路发展基金，拓宽建设资金来源。吸引社会资本投入，使基金总规模达到每年 2000—3000 亿元。二是创新铁路建设债券发行品种和方式，今年向社会发行

1500 亿元，实施铁路债券投资的所得税优惠政策。三是引导银行等金融机构积极支持铁路建设，扩大社会资本投资规模。四是对铁路承担的公益性、政策性运输任务，中央财政在一定期限内给予补贴，逐步建立规范的补贴制度。五是加强统筹协调，保证在建项目顺利实施，抓紧推动已批复项目全面开工，尽快开展后续项目前期工作，确保铁路投资稳定增长和铁路建设加快推进。以上铁路投融资体制深化改革措施将缓解铁路建设资金压力，项目资金保障性将得到加强。

2014 年 6 月 25 日，国家发改委、财政部和交通运输部联合发布了《铁路发展基金管理办法》。《办法》规定，铁路发展基金存续期 15-20 年，中国铁路总公司作为政府出资人代表，以及铁路发展基金主发起人，积极吸引社会投资人。铁路发展基金投资主要用于国家批准的铁路项目资本金，规模不低于基金总额的 70%；其余资金投资土地综合开发等经营性项目，提高整体投资效益。

2015 年 7 月 30 日，发改委、财政部、国土部、银监会、国家铁路局联合发布《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》（以下简称《意见》）。《意见》提出，全面放开铁路投资与运营市场，推进投融资方式多样化，完善社会资本投资的实施机制，进一步改善社会资本投资环境，加大对社会资本投资的政策支持。

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

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

总体来看，考虑到国民经济发展，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，当前和今后一个时期，我国铁路发展仍将面临良好的机遇，为公司的经营提供了良好的环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

铁路总公司是国有独资企业，由财政部代表国务院履行出资人职责。财政部为铁路总公司实际控制人。

2. 经营规模及竞争力

根据 2013 年 3 月 14 日第十二届全国人民代表大会第一次会议通过的《国务院关于提请审议国务院机构改革和职能转变方案》（以下简称《改革方案》）的决定，中国将实行铁路政企分开，原铁道部不再保留，国务院将组建国家铁路局和铁路总公司。《改革方案》提出，原铁道部拟订铁路发展规划和政策的行政职

责将划入中华人民共和国交通运输部（以下简称“交通运输部”）。交通运输部统筹规划铁路、公路、水路、民航发展，加快推进综合交通运输体系建设。组建国家铁路局，由交通运输部管理，承担原铁道部的其他行政职责，负责拟订铁路技术标准，监督管理铁路安全生产、运输服务质量和铁路工程质量等。组建中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责，负责铁路运输统一调度指挥，经营铁路客货运输业务，承担专运、特运任务，负责铁路建设，承担铁路安全生产主体责任等。

2013 年 3 月 14 日，国务院发布了《关于组建中国铁路总公司有关问题的批复》（国函【2013】47 号）文件，铁路总公司正式注册成立。《组建批复》规定中国铁路总公司是经国务院批准，依据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》设立，由中央管理的国有独资企业，同意将原铁道部相关资产、负债和人员划入中国铁路总公司，将原铁道部对所属 18 个铁路局（含广州铁路集团公司、青藏铁路公司）、3 个专业运输公司及其他企业的权益作为中国铁路总公司的国有资本；中国铁路总公司承继原以铁道部名义签订的债权债务等经济合同、民事合同、协议等权利和义务；承继原铁道部及国家铁路系统拥有的无形资产、知识产权、品牌、商标等权益，统一管理使用；要有序推进铁路建设，按期完成“十二五”规划建设任务。中国铁路总公司组建后，继续享有国家对原铁道部的税收优惠政策，国务院及有关部门、地方政府对铁路实行的原有优惠政策继续执行，继续明确铁路建设债券为政府支持债券；对于铁路承担的学生、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。

机车车辆方面，跟据铁道统计公报显示，截至2015年底，全国铁路机车拥有量为2.1万台，比上年减少69台，其中内燃机车占43.2%，比上年下降1.8个百分点，电力机车占56.8%，比上年提高1.8个百分点。全国铁路客车拥有量为6.5万辆，比上年增加0.4万辆；动车组1883组、17648辆，比上年增加479组、3952辆。全国铁路货车拥有量为72.3万辆。

路网规模方面，根据铁道统计公报显示，截至 2015 年底，全国铁路营业里程达到 12.1 万公里，比上年增长 8.2%，其中高铁营业里程超过 1.9 万公里。路网密度 126 公里/万平方公里，比上年增加 9.5 公里/万平方公里。其中，复线里程 6.4 万公里，比上年增长 12.5%，复线率 52.9%，比上年提高 2.1 个百分点；电气化里程 7.4 万公里，比上年增长 12.9%，电化率 60.8%，比上年提高 2.5 个百分点。西部地区营业里程 4.8 万公里，比上年增加 4401 公里，增长 10.1%。

综合看来，铁路总公司承接原铁道部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。但铁路改革处于启动初期，考虑到铁路仍处于建设发展重要时期，同时承担很多公益性任务，中国铁路总公司未来铁路建设发展、投融资体制改革和运价改革、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中国铁路总公司的后续经营产生的影响。

3. 政府支持

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

（1）优惠政策

财政部和国家税务总局 2011 年 10 月下发财税【2011】99 号，《关于铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》，通知规定铁道

建设债券利息收入企业所得税减半征收。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。

国家发改委2011年10月12日下发《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》的文件，明确提出“铁路建设债券具有政府支持地位”。国家发改委文件称，原铁道部发行债券募集资金时，可向投资人明确中国铁路建设债券为政府支持债券。

《组建批复》明确了铁路总公司组建后，继续享有国家对原铁道部的税收优惠政策，国务院及有关部门、地方政府对铁路实行的原有优惠政策继续执行，继续明确铁路建设债券为政府支持债券。对企业设立和重组改制过程中涉及的各项税费政策，按国家规定执行，不增加铁路改革成本。

（2）原铁道部债务处理

《组建批复》中明确了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2013年12月30日审计署发布的全国政府性债务审计结果，将铁路总公司（原铁道部）发行政府支持债券或以铁路建设基金提供担保等方式形成的债务纳入中央政府债务。

（3）国有资产收益上缴

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

（4）公益性运输补贴机制

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

总体来看，《组建批复》中明确的各项政策将有利于铁路总公司降低融资成本，进一步充实资金来源，为铁路总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。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度和高层人员无重大变化。

七、经营分析

1. 铁路运输概况

铁路运输收入整体略有下滑

2015年铁路总公司实现含税收入合计9162.58亿元，同比下降7.90%；总收入中运输收入5837.41亿元；其他收入3325.17亿元，同比下降17.45%；税前建设基金462.53亿元，同比下降17.92%。2016年第一季度，铁路总公司实现营业收入2019.06亿元，其中运输收入1428.91亿元、其他收入590.69亿元。运输收入占营业收入的70.77%。

旅客运输保持增长

2015年国家铁路实现运输24.96亿人，增长9.9%；全国铁路旅客周转量完成11960.60亿人公里，比上年增加718.76亿人公里，其中国家铁路完成11905.30亿人公里。2016年第一季度全国铁路旅客发送量13.09亿人，周

转量 6467.30 亿人公里。同比分别增长 17.16%和 14.46%。

货物运输整体继续下滑

2015 年国家铁路货运总发送量完成 27.14 亿吨，下降 11.6%。国家铁路货运总周转量 21598.37 亿吨公里，下降 14.0%。2016 年第一季度国家铁路货运总发送量完成 12.62 亿吨，同比下降 11.50%，国家铁路货运总周转量完成 9997.58 亿吨公里，比上年下降 14.04%。

运输安全方面，2015年无特别重大、重大铁路交通事故以及旅客列车较大铁路交通事故，铁路交通事故路外死亡人数同比下降 15.8%。

2．铁路建设

基本建设稳步推进、路网规模扩大，结构继续优化

2015 年全国铁路固定资产投资完成 8238 亿元，同比增长 1.85%。2015 年投产新线 9531 公里，其中高速铁路 3306 公里。截至 2015 年底，全国铁路营业里程达到 12.1 万公里，比上年增长 8.2%，其中高铁营业里程超过 1.9 万公里。路网密度 126 公里/万平方公里，比上年增加 9.5 公里/万平方公里。其中，复线里程 6.4 万公里，比上年增长 12.5%，复线率 52.9%，比上年提高 2.1 个百分点；电气化里程 7.4 万公里，比上年增长 12.9%，电化率 60.8%，比上年提高 2.5 个百分点。西部地区营业里程 4.8 万公里，比上年增加 4401 公里，增长 10.1%。

2016 年全国铁路预计固定资产投资总规模为 8000 亿元以上，其中中国铁路总公司 7300 亿元以上。铁路总公司 2016 年主要建设项目包括：北京至沈阳铁路客运专线、长沙至昆明铁路客运专线、铁路云桂线、成都至贵阳铁路乐山至贵阳段、石家庄至济南铁路客运专线、宝鸡至兰州铁路客运专线、南昌至赣州铁路客运专线和郑州至万州铁路。同时在拟建项目方面，2016 年铁路总公司重点项目包括贵阳至南宁、赣州至深圳、北京至唐山、太原至焦作铁路等新开工项目。

3．机车车辆装备

装备水平进一步提高

据铁道统计公报显示，截至 2015 年底，全国铁路机车拥有量为 2.1 万台，比上年减少 69 台，其中内燃机车占 43.2%，比上年下降 1.8 个百分点，电力机车占 56.8%，比上年提高 1.8 个百分点。全国铁路客车拥有量为 6.5 万辆，比上年增加 0.4 万辆；动车组 1883 组、17648 辆，比上年增加 479 组、3952 辆。全国铁路货车拥有量为 72.3 万辆。

4．科技创新

创新能力进一步增强

2015 年，全国铁路发布了《高速铁路扣件》、《铁路车站计算机联锁技术条件》、《铁路电力设计规范》等 116 项铁路技术标准；完成了《高速铁路设计规范》、《城际铁路设计规范》等 31 项铁路技术标准的英文翻译出版工作；主持 9 项国际电工委员会（IEC，其中已发布 5 项）铁路国际标准的制定工作；新主持 5 项国际铁路联盟（UIC）国际标准。2015 年，铁路行业 4 项科技成果荣获 2015 年度国家科学技术奖。《京沪高速铁路工程》荣获科技进步特等奖，《高速铁路大断面黄土隧道建设成套技术及应用》荣获国家科技进步二等奖，《砂卵石地层盾构隧道施工安全控制与高效掘进技术》和《高速、重载列车牵引控制关键技术及应用》荣获国家技术发明二等奖。“一种喷射机械手” 和“双侧半弹簧式托头带载横向调整机构”等荣获第十七届中国专利奖优秀奖。

5．节能减排

2015年，国家铁路能源消耗折算标准煤1569.47万吨，比上年减少83.37万吨，降低5.0%。单位运输工作量综合能耗4.68吨标准煤/百万换算吨公里，比上年增加0.13吨标准煤/

百万换算吨公里，增长2.9%。单位运输工作量主营综合能耗4.05吨标准煤/百万换算吨公里，比上年增加0.15吨标准煤/百万换算吨公里，增长3.8%。2015年国家铁路化学需氧量排放量2002吨，比上年减排9吨，降低0.4%。二氧化硫排放量28760吨，比上年减排2923吨，降低9.2%。

6. 未来发展

“十三五”时期按照国家战略要求和铁路发展需要，铁路总公司将积极推进以高速铁路、中西部铁路、现代物流设施、路网系统配套等为重点的基础设施建设，加快构建覆盖广泛、便捷畅通、经济高效的现代铁路运输网络，增强铁路骨干作用和服务能力，为全面建成小康社会提供有力支撑。预计到2020年，全国铁路营业里程达15万公里左右，其中高速铁路3万公里。

总体看，路网结构的优化及车辆装备水平的提升使铁路竞争实力明显增强。铁路客运量等主要指标保持稳步增长，铁路总公司未来投资规模及资金需求大。

八、财务分析

1. 盈利能力

2015 年，铁路总公司实现收入合计 9162.58 亿元，同比下降 7.90%，2015 年收入下降主要是因为货运和其他收入下降。收入构成中，运输收入占 63.71%，占比有所上升，其他收入（指铁路运输企业投资的控股企业及其他企业收入）占 36.29%。

从运输收入构成看，2015 年铁路总公司实现货运收入 2312.10 亿元，同比下降 10.34%，占运输收入的 39.61%；客运收入 2015 年为 2506.32 亿元，同比增长 17.82%，占运输收入比重为 42.94%；其他运输收入同比下降 14.49%，占运输收入比重为 9.53%。总体看，随着货运收入有所下滑，客运收入不断增长，客运收入已经超越货运收入成为运输收入的主要构成。

2015年，铁路总公司成本合计8635.42亿元（其中运输成本占77.86%），同比下降7.75%，在运输收入有所下降的情况下， 受人工成本等影响，运输成本继续小幅上涨。2015年铁路总公司实现利润总额534.56亿元（含税后铁路建设基金448.80亿元），同比下降14.47%；2015年铁路总公司缴纳所得税同比上升9.88%，为78.95亿元；2015年铁路总公司税后利润为6.81亿元，同比增长7.08%。

2016年第一季度，铁路总公司实现收入及利润总额分别为2019.06亿元和25.94亿元（含税后铁路建设基金99.61亿元），税后利润为负。

从盈利指标看，由于单价运输成本上涨较快，2015 年铁路总公司营业利润率和净资产收益率（加上税后建设基金）分别同比下滑 0.07 和 0.74 个百分点，为 5.03%和 2.12%。2016 年第一季度，铁路总公司营业利润率为 0.48%。铁路总公司承担较多的公益性运输在一定程度上影响了其整体盈利水平。总体看，铁路总公司盈利能力正常。

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，在国民经济的快速发展下，对铁路运输的需求将越来越大，结合铁路运价的提升，铁路收入将会保持较大的规模，同时在成本上升的情况下，铁路运费尤其是货运价格还有上升的空间，这或将支持铁路总公司未来收入增长。此外，随着铁路投融资体制、运价体系改革和公益性补贴机制的建立，铁路总公司盈利能力有望得到提升。

2. 资本及债务结构

资产质量

截至2015年底，公司资产总额62458.70亿元，同比增长11.34%，主要来自铁路基础建设规模扩大导致的固定资产的增加；从资产构成看，流动资产、长期投资、固定资产和在建工

程分别占8.46%、1.43%、66.45%和17.53%，资产以固定资产和在建工程为主，与业务特点相匹配。

截至2015年底，铁路总公司流动资产总额5284.16亿元，同比变化不大，构成主要为货币资金和应收款。

截至2015年底，铁路总公司货币资金1971.21亿元，同比下降5.88%，其占流动资产比重为37.30%，占比较2014年底有所下降，货币资金较为充足。

截至2015年底，铁路总公司应收款2543.52亿元，同比增长8.76%，主要来自建设单位的应收款和其他应收款增长。

截至 2015 年底，铁路总公司长期投资 895.88 亿元，同比增长 14.08%，增长主要来自对外投资企业的资本金。

跟踪期内随着铁路建设持续进行，铁路总公司固定资产呈继续增长。截至 2015 年底，铁路总公司固定资产原值 50997.75 亿元，同比增长 11.20%，累计折旧 9495.69 亿元，固定资产净值 41502.06 亿元；在建工程 10948.72 亿元，同比下降 12.19%。

截至 2016 年 3 月底，铁路总公司资产总额 63490.29 亿元，较 2015 年底资产总额增长 1.65%，其中流动资产、长期投资、固定资产和在建工程分别占总资产的 9.02%、1.42%、65.80%和 17.58%，流动资产中货币资金占 36.85%，资产仍以固定资产和在建工程为主。

总体来看，铁路总公司继承了原铁道部的主要资产。跟踪期内铁路建设持续进行，公司资产规模有所增长，构成以固定资产和在建工程为主，流动资产的流动性较好，整体资产质量高。

所有者权益

截至 2015 年底，铁路总公司权益合计 21507.25 亿元，其中资本金占 99.41%，资本公积占 4.34%，盈余公积占 0.14%。截至 2016 年 3 月底，铁路总公司权益合计 22045.13 亿元，较 2015 年底权益增长 2.50%，主要由于资本金的增长。

总体看，铁路总公司权益以资本金为主，权益稳定性好。

负债

截至 2015 年底，铁路总公司负债总额 40951.45 亿元，同比增长 11.42%，主要源于国内长期借款和其他借款的增加。负债总额中，流动负债占 17.26%，长期负债占 82.74%，铁路总公司负债以长期负债为主，与铁路建设周期长相适应，债务结构合理。

截至 2015 年底，铁路总公司流动负债 7066.19 亿元。流动负债由应付款（占 17.20%）和短期负债（占 82.80%）构成。截至 2015 年底，铁路总公司长期负债 33885.26 亿元，主要是国内长期借款。

截至 2016 年 3 月底，铁路总公司负债合计 41445.16 亿元，较 2015 年底负债合计增长 1.21%，其中流动负债占 16.60%，长期负债占 83.40%，负债仍以长期负债为主。

截至 2015 年底，铁路总公司短期债务、长期债务和全部债务分别为 1215.58 亿元、33885.26 亿元和 35100.84 亿元；截至 2015 年底，铁路总公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.57%、62.01%和 61.17%。截至 2016 年 3 月底，铁路总公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 65.28%、62.18%和 61.06%。

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

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

3. 现金流及保障

从资金来源看，2015 年铁路总公司资金来源为 9861.64 亿元，同比下降 2.67%。资金来源中，贷款占 61.43%，扣除营业税后的建设基金占 4.69%，其他（指通过发行铁路建设债券等渠道筹集的资金）占 22.65%，折旧占 11.16%。

从资金运用看，铁路总公司资金运用主要为铁路投资，2015 年铁路总公司资金运用合计 9984.84 亿元，同比下降 0.46%，主要由于基建投资有所减少。

2015 年，铁路总公司资金来源不能够覆盖资金运用所需，差额为 123.20 亿元；截至 2015 年底，铁路总公司现金为 1971.21 亿元，保持了较大规模，能较好保证建设及还本付息支出需要。

2016 年第 1 季度，铁路总公司资金来源及运用分别达到 2244.25 亿元和 2104.47 亿元，资金来源可以覆盖资金支出，差额为 139.78 亿元，期末现金为 2110.99 亿元。

铁路总公司经营净现金流入由税后利润、扣除营业税后的建设基金和折旧构成。2015 年，铁路总公司经营净现金流入量为 1570.00 亿元，同比下降 12.36%。

未来，考虑到国民经济发展，对铁路运输的客运需求将较快增长；同时铁路客货运价总体水平仍然偏低，存在上调的可能。预计铁路总公司长期具有较好的盈利水平和稳定的现金流入，但近期是铁路建设高峰期，投资规模大，未来铁路总公司对外融资仍将存在一定的依赖性。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2015 年底铁路总公司流动比率和速动比率分别为 74.78%和 63.89%，分别较 2014 年底下降 6.13 和 4.67 个百分点。截至 2016 年 3 月底，铁路总公司流动比率和速动比率分别为 83.28%和 72.37%。考虑到铁路总公司强大的资产和收入规模、很强的资金调配能力以及显著的行业地位，整体而言，铁路总公司短期支付能力正常。

长期偿债能力方面， 2015 年铁路总公司 EBITDA 为 2414.38 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.10 倍，EBITDA 对利息的保护能力强；全部债务/EBITDA 为 14.54 倍。总体看，铁路总公司对全部债务的保护能力较强。

5. 存续期内债券偿还能力分析

《组建批复》明确了铁路总公司承继原以铁道部名义签订的债权债务（含企业债券、短期融资券以及中期票据）等经济合同、民事合同、协议等权利和义务。

存续期内中期票据概况

原铁道部

原铁道部于 2009 年 1 月发行中期票据 50 亿元，期限为 10 年，简称“09 铁道部 MTN2”，采用固定利率，票面年利率为 3.95%；2010 年 4 月发行中期票据 100 亿元，债券期限为 7 年，简称“10 铁道 MTN1”，采用附息式浮动利率，票面年利率为 3.05%； 2012 年 2 月发行中期票据 150 亿元，债券期限为 5 年，简称“12 铁道 MTN1”，采用固定利率，票面年利率 4.60%；2012 年 3 月发行中期票据 150 亿元，债券期限为 5 年，简称“12 铁道 MTN2”，采用固定利率，票面年利率 4.65%。

“09 铁道部 MTN2”、“10 铁道 MTN1”、“12 铁道 MTN1”和“12 铁道 MTN2”均无担保。

铁路总公司

铁路总公司于 2013 年 5 月发行中期票据 200 亿元，债券期限 5 年，简称“13 铁道 MTN1”，采用固定利率，票面年利率 4.50%；2014 年 4 月发行中期票据 200 亿元，债券期限 5 年，简称“14 铁道 MTN001”，采用固定利率，票面年利率为 5.70%；2014 年 10 月发行中期票据 100 亿元，债券期限 5 年，简称“14 铁道 MTN002”，采用固定利率，票面年利率为 4.73%；2014 年 11 月发行中期票据 100 亿元，债券期限 5 年，简称“14 铁道 MTN003”，采用固定利率，票面年利率为 4.40%；2015 年 3 月发行中期票据 200

亿元，债券期限 5 年，简称“15 铁道 MTN001”，采用固定利率，票面年利率为 4.88%；2015 年 11 月发行中期票据 100 亿元，债券期限 5 年，简称“15 铁道 MTN002”，采用固定利率，票面利率为 3.51%；2016 年 5 月发行中期票据 150 亿元，债券期限 5 年，简称“16 铁道 MTN001”，采用固定利率，票面利率为 3.35%；2016 年 6 月发行中期票据 200 亿元，债券期限 5 年，简称“16 铁道 MTN002”，采用固定利率，票面利率为 3.46%,上述债券均无担保。

结合原铁道部 2001 年和 2003 发行的“01 中铁债”和“03 中铁债”，截至本报告出具日，铁路总公司存续期内待偿还债券本金合计 1745 亿元。

存续期内债券偿还能力

2015 年铁路总公司 EBITDA 和经营净现金流入量分别为 2414.38 亿元和 1570.00 亿元，分别为本次跟踪中期票据待偿本金的 1.42 倍和 0.92 倍，为待偿还债券本金总额 1745 亿元的 1.38 倍和 0.90 倍。截至 2016 年 3 月底，铁路总公司现金类资产 2110.19 亿元，为本次跟踪中期票据待偿本金的 1.24 倍，待偿还债券本金总额 1745 亿元的 1.21 倍，保障能力较强。

考虑到铁路总公司沿承了原铁道部财务数据，联合资信认为铁路总公司 EBITDA、经营净现金流入量和现金类资产均对存续期内待偿还债券具有较强的保障能力。

此外，铁路建设基金是原铁道部直接债务融资本息偿付的重要保证。根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字【1996】371 号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。2007 年 1 月，经国务院批准，铁路建设基金继续予以保留。近年来，铁路建设基金规模逐年增长，2015 年为 448.80 亿元。

另外，原铁道部与金融机构保持良好的合作关系。目前商业银行以信用方式对中国铁路总公司提供贷款。

国家明确了原铁道部相关资产、负债和人员划入铁路总公司。原铁道部 EBITDA、经营净现金流入和年末现金余额对存续期内待偿还债券具有很强的保障能力；此外，国家明确铁路总公司继续享有国家和地方各级政府对原铁道部的各项优惠政策，且在原铁道部债务处理、国有资产收益上缴以及公益性运输补贴机制等方面的支持力度将进一步加大，有利于缓解铁路总公司对外融资压力。目前铁路总公司尚处于改革启动初期，联合资信将持续关注铁路总公司的改制及后续经营状况对存续期内待偿还债券的影响。

综合看，联合资信认为，铁路总公司对存续期内待偿还债券具有极强的偿还能力。

6. 过往债务履约情况

截至本报告出具之日，原铁道部及铁路总公司银行借款未发生债务违约情况；根据公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，原铁道部和铁路总公司无逾期或违约偿付记录。总体看，铁路总公司和原铁道部过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

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。客运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。铁路总公司承接原铁道部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。考虑到铁路总公司延续了原铁道部良好的经营状况、很强的资金调配能力以及铁路运输竞争力的逐步增强，铁路总公司收入水平和规模经济效益有望维持较高水平。

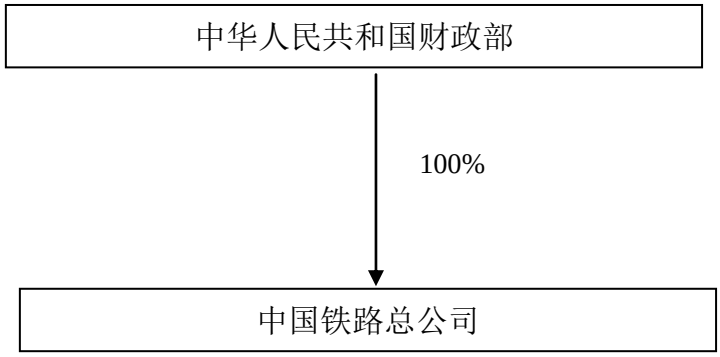
总体看，铁路总公司整体抗风险能力极

强。

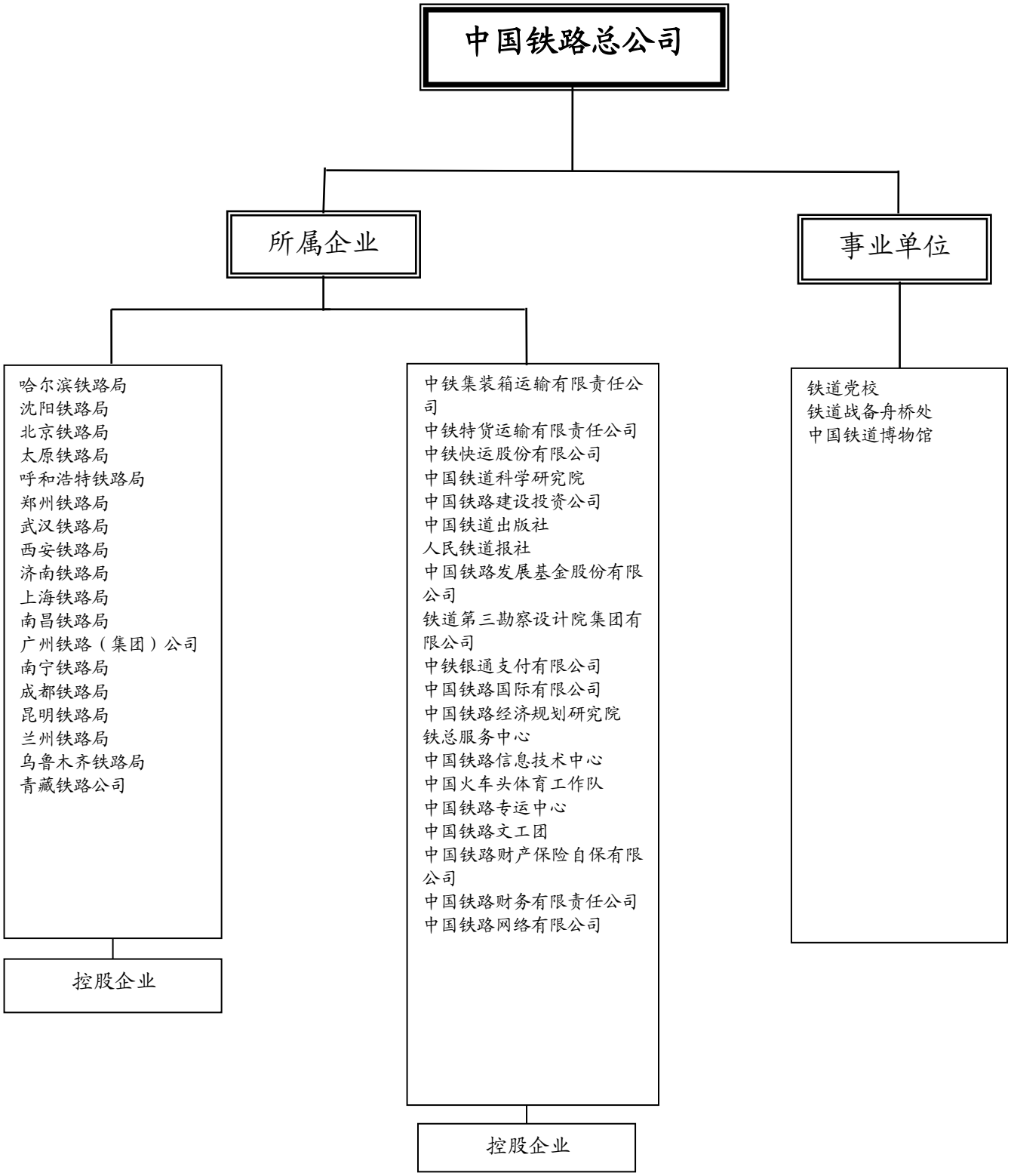
九、结论

综合考虑，联合资信维持铁路总公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“09 铁道部 MTN2”、“10 铁道 MTN1”、“12 铁道 MTN1”、“12 铁道 MTN2”、“13 铁道 MTN1”、“14 铁道 MTN001”、“14 铁道 MTN002”、“14 铁道 MTN003”、“15 铁道 MTN001”、“15 铁道 MTN002”、“16 铁道 MTN001”和“16 铁道 MTN002”AAA 的信用等级。

附件 1-1　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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1993.13	2094.41	1971.21	2110.99
资产总额(亿元)	50462.18	56099.30	62458.70	63490.29
所有者权益(亿元)	18203.68	19343.79	21507.25	22045.13
短期债务(亿元)	693.54	870.60	1215.88	1685.97
长期债务(亿元)	26040.86	30280.81	33885.26	34565.95
全部债务(亿元)	26734.40	31151.41	35101.84	36251.92
运输收入(亿元)	6068.08	5920.36	5837.41	1428.91
利润总额(亿元)	697.03	625.03	534.56	25.94
EBITDA(亿元)	2293.74	2476.51	2414.38	--
经营性净现金流(亿元)	1710.16	1791.40	1570.00	318.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.84	4.48	3.75	--
存货周转次数(次)	8.02	8.37	8.57	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.19	0.15	--
营业利润率(%)	6.01	5.10	5.03	0.48
总资本收益率(%)	1.20	1.26	1.39	--
净资产收益率(%)	3.46	2.86	2.12	--
长期债务资本化比率(%)	58.86	61.02	61.17	61.06
全部债务资本化比率(%)	59.49	61.69	62.01	62.18
资产负债率(%)	63.93	65.52	65.57	65.28
流动比率(%)	78.28	80.91	74.78	83.28
速动比率(%)	66.04	68.56	63.89	72.37
EBITDA 利息倍数(倍)	4.28	3.93	3.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.66	12.58	14.54	--

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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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　中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	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

注：主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级