

# 信用等级公告

联合〔2019〕1377号

联合资信评估有限公司通过对中国铁路总公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国铁路总公司的主体长期信用等级为AAA，“03中铁债”“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”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  
二〇一九年六月十四日



## 中国铁路总公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
03 中铁债	30 亿元	2021/8/25	AAA	AAA
14 铁道 MTN002	100 亿元	2019/10/24	AAA	AAA
14 铁道 MTN003	100 亿元	2019/11/26	AAA	AAA
15 铁道 MTN001	200 亿元	2020/3/25	AAA	AAA
15 铁道 MTN002	100 亿元	2020/11/2	AAA	AAA
16 铁道 MTN001	150 亿元	2021/5/19	AAA	AAA
16 铁道 MTN002	200 亿元	2021/6/8	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 14 日

### 财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	2067.75	1468.17	1145.43	1555.09
资产总额(亿元)	72512.61	76483.87	80023.39	80335.66
所有者权益(亿元)	25359.17	26605.37	27889.60	27651.94
短期债务(亿元)	1376.87	1655.36	458.97	925.38
长期债务(亿元)	39507.38	41886.78	45154.05	45705.51
全部债务(亿元)	40884.25	43542.14	45613.02	46630.89
运输收入(亿元)	5928.36	6942.54	7658.57	1932.94
利润总额(亿元)	396.45	607.95	705.92	169.41
EBITDA(亿元)	2377.07	2728.89	3266.33	--
经营性净现金流量(亿元)	1659.89	1876.96	2317.90	605.25
营业利润率(%)	3.39	5.11	5.03	4.17
净资产收益率(%)	1.65	1.88	1.96	--
资产负债率(%)	65.03	65.21	65.15	65.58
全部债务资本化比率(%)	61.72	62.07	62.06	62.77
流动比率(%)	77.72	68.42	75.86	88.67
全部债务/EBITDA(倍)	17.20	15.96	13.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.59	4.05	--

注：计算净资产收益率时已将税后建设基金包括在内

### 分析师

张 丽 张 依

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，收入规模较快增长，现金流状况良好，获得政府支持力度大，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、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。铁路总公司资金支出规模大，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。

综合评估，联合资信维持铁路总公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“03 中铁债”“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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 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货运需求增长，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，铁路路网结构的优化、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、经营净现金流量对存续期内债券具有很强的保障能力。

#### 关注

1. 铁路总公司资金支出规模大，债务规模将有所上升，对外融资需求有所增加。
2. 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。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由中国铁路总公司（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。

## 中国铁路总公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国铁路总公司主体长期信用及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、主体概况

跟踪期内，中国铁路总公司（以下简称“铁路总公司”或“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。截至2019年3月底，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。

截至2018年底，铁路总公司资产总额80023.39亿元，权益合计27889.60亿元。2018年，铁路总公司实现收入合计10955.31亿元（含运输收入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3月底，铁路总公司资产总额80335.66亿元，权益合计27651.94亿元。2019年一季度，铁路总公司实现收入合计2618.49亿元（含运输收入1932.94亿元），利润总额169.41亿元（含税后铁路建设基金128.98亿元）。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司由联合资信评级的存续债券共7只，余额合计880.00亿元，跟踪期内各存续债均按时还本付息（详见表1）。

表1 存续债券情况

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
03 中铁债	30 亿元	2003/8/25	18 年	4.63%
14 铁道 MTN002	100 亿元	2014/10/24	5 年	4.73%
14 铁道 MTN003	100 亿元	2014/11/26	5 年	4.40%
15 铁道 MTN001	200 亿元	2015/3/25	5 年	4.88%
15 铁道 MTN002	100 亿元	2015/11/2	5 年	3.51%
16 铁道 MTN001	150 亿元	2016/5/19	5 年	3.35%
16 铁道 MTN002	200 亿元	2016/6/8	5 年	3.46%

资料来源：联合资信整理

### 四、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。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出

分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度

的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”

沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将升温、英国脱欧的不确定性增加、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。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加

大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

## 五、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《2018 年铁道统计公报》，2018 年全国铁路旅客发送量完成 33.75 亿人，比上年增加 2.91 亿人，增长 9.4%；全国铁路旅客周转量完成 14146.58 亿人公里，比上年增加 689.66 亿人公里，增长 5.1%。2018 年，全国铁路货运总发送量完成 40.26 亿吨，

比上年增加 3.38 亿吨，增长 9.2%；铁路货运总周转量完成 28820.99 亿吨公里，比上年增加 1858.78 亿吨公里，增长 6.9%。

从铁路建设方面看，2018 年，全国铁路行业固定资产投资完成 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，比上年增长 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 136.9 公里/万平方公里。

## 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%。考虑到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。

依据国家发展改革委发布《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。铁总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。在现阶段铁路货运需求止跌回升的情况下，运价大面积上调实现的难度较大。

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，中国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%-30% 区间，一等座涨幅在 65%-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 年底国家发展改革委修订了《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、透彻度发挥重要作用。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。

## 3. 铁路投融资改革

2018 年铁路改革持续推进，并取得实质性进展，主要在铁路土地开方面和我混合所有制改革方面。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；8 月铁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、休闲旅游园区、养老社区等。混合所有制改革方面，2018 年 6 月腾讯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；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。

## 六、基础素质分析

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，是由中央管理的国有独资企业。国务院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铁路总公司的国有资本。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。

《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）原铁道部债务处理

《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。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。

### （2）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，国家对公可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。

### （3）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。

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信用记录情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，铁路总公司高级管理人员、管理体制、管理制度无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2018 年，铁路总公司实现含税收入合计 10955.31 亿元，同比增长 7.89%。其中运输收入 7658.57 亿元（含税前建设基金 543.72 亿元），同比上升 10.31%；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）3296.74 亿元，同比上升 2.64%。从运输收入构成看，2018 年铁路总公司实现货运收入 3522.47 亿元，同比增长 11.46%，占运输收入的 45.99%；客运收入为 3569.78 亿元，同比增长 11.64%，占运输收入比重为 46.61%；其他运输收入 566.32 亿元，同比下降 3.16%，占运

输收入比重为 7.39%。2019 年第一季度，铁路总公司实现含税收入 2618.49 亿元，比上年同期增长 8.21%。其中，运输收入 1932.94 亿元，占收入合计的 73.82%，其他收入 685.55 亿元，占收入合计的 26.18%。

## 2. 铁路运营分析

### (1) 运输概况

客运量方面，2018 年全国铁路旅客发送量完成 33.75 亿人，比上年增加 2.91 亿人，增长 9.4%。其中，国家铁路 33.17 亿人，比上年增长 9.2%。全国铁路旅客周转量完成 14146.58 亿人公里，比上年增加 689.66 亿人公里，增长 5.1%。其中，国家铁路 14063.99 亿人公里，比上年增长 5.0%。2019 年第一季度，全国铁路旅客发送量完成 8.53 亿人，同比增长 9.0%；铁路旅客周转量 3684.87 亿人公里，同比增长 4.8%。

货运量方面，2018 年全国铁路货运量持续回升，一方面由于在经济企稳向好的局面下，对大宗商品需求增加，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；另一方面是由于公路治超、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。2018 年全国铁路货运总发送量完成 40.26 亿吨，比上年增加 3.38 亿吨，增长 9.2%。其中，国家铁路 31.91 亿吨，比上年增长 9.3%。全国铁路货运总周转量完成 28820.99 亿吨公里，比上年增加 1858.78 亿吨公里，增长 6.9%。其中，国家铁路 25800.96 亿吨公里，比上年增长 7.1%。2019 年第一季度，全国铁路货运总发送量完成 10.13 亿吨，同比上升 3.0%，全国铁路货运总周转量完成 7041.77 亿吨公里，同比上升 1.9%。

### (2) 运输安全

运输安全方面，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%。

### (3) 铁路建设

2018 年，全国铁路固定资产投资完成 8028 亿元，其中国家铁路完成投资 7603 亿元；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。2018 年，为紧密对接国家重大战略，铁路总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；加大中西部地区铁路建设力度，中西部地区完成铁路基建投资 3714 亿元，占全国铁路的 66.7%；新开工项目 16 个，投资规模达到 1676 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。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，中国铁路网规模将达到 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 2 2019 年铁路总公司计划开工项目情况 (单位: 公里)

序号	项目	规模	序号	项目	规模
1	川藏铁路雅安至林芝段	998	14	成都至新机场至自贡高速铁路	176
2	京港通道丰台至雄安至商丘段	638	15	西安至安康高速铁路	170
3	重庆至昆明高速铁路	703	16	湖州至杭州西至杭黄联络线	142
4	沈阳至白河高速铁路	440	17	龙川至龙岩铁路龙岩至武平段	64
5	西宁至成都铁路	509	18	青藏铁路格拉段电化	1140
6	包头至银川高速铁路包头至惠农端	440	19	佳木斯至鹤岗铁路扩能改造	80
7	宜昌至郑万高铁联络线	110	20	博贺港支线铁路	50
8	酒泉至额济纳铁路酒泉至 207 段	243	21	宁波枢纽庄桥至宁波段新建三四线	7
9	西安至延安高速铁路	292	22	唐呼线开行万吨列车葫芦站疏解改造工程	/
10	西安至十堰高速铁路	253	23	乌北至淮东铁路增建二线	193
11	郑州至济南高速铁路濮阳至济南段	209	24	岚山疏港铁路	31
12	上海至苏州至湖州铁路	164	25	唐山枢纽马柳-沙河驿镇-古冶等联络线电化	40
13	重庆至黔江高速铁路	265	26	万州新田港铁集疏运中心	16

资料来源: 公开资料

#### (4) 技术创新及节能减排

重要技术标准制定方面, 国家铁道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。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。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表和 2019 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了审计, 并出具了标准无保留审计意见。

截至 2018 年底, 铁路总公司资产总额为 80023.39 亿元, 权益合计为 27889.60 亿元。2018 年实现收入合计 10955.31 亿元(含运输收入 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 3 月底, 铁路总公司资产总额为 80335.66 亿元, 权益合计为 27651.94 亿元。2019 年第一季度实现收入合计 2618.49 亿元(含运输收入 1932.94 亿元), 利润总额 169.41 亿元(含税后铁路建设基金 128.98 亿元)。

表 3 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5467.75	7.15	5294.85	6.62	6187.38	7.70
长期投资	1277.25	1.67	1298.15	1.62	1923.03	2.39
固定资产净值	48475.65	63.38	51885.27	64.84	51060.86	63.56
在建工程	12806.57	16.74	12210.40	15.26	11871.83	14.78
其他	8456.66	11.06	9334.72	11.66	9292.56	11.57
<b>资产总额</b>	<b>76483.88</b>	<b>100.00</b>	<b>80023.39</b>	<b>100.00</b>	<b>80335.66</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

## 2. 资产质量

2018年底，铁路总公司资产总额80023.39亿元，同比增长4.63%，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和在建工程为主，与业务特点相匹配。

2018年底，铁路总公司流动资产总额5294.85亿元，同比下降3.16%，主要系货币资金大幅下降所致。2018年底，铁路总公司货币资金下降21.98%至1145.43亿元，但整体资金较为充裕；应收款2986.73亿元，同比增长2.14%，主要来自建设单位的应收款和其他应收款增长。

2018年底，铁路总公司长期投资1298.15亿元，同比增长1.64%，系铁路总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，铁路总公司在建工程略有下降，固定资产持续增长。2018年底，铁路总公司固定资产净值51885.27亿元，同比增长7.03%，其中固定资产原值64084.33亿元，同比增长8.83%，累计计提折旧12199.06亿元；在建工程12210.40亿元，同比下降4.66%。

2019年3月底，铁路总公司资产总额80335.66亿元，较2018年底略有增长，仍以固定资产和在建工程为主。

跟踪期内，铁路建设持续进行，铁路总公司资产规模有所增长，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

2018年底，铁路总公司权益合计27889.60亿元，同比增长4.83%，主要系资本金增加，其中资本金占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3月底，铁路总公司权益合计27651.94亿元，较2018年底下降0.85%。

铁路总公司权益以资本金为主，权益稳定

性好。

### 负债

2018年底，铁路总公司负债总额52133.79亿元，同比增长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%，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。

2018年底，铁路总公司流动负债6979.74亿元。流动负债由应付款（占93.42%）和短期负债（占6.58%）构成。2018年底，铁路总公司长期负债45154.05亿元，主要是国内借款。

2019年3月底，铁路总公司负债合计52683.72亿元，较上年底增长1.05%，其中流动负债占13.25%，长期负债占86.75%，负债仍以长期负债为主。

表4 公司有息债务指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	1655.36	458.97	925.38
长期债务	41886.78	45154.05	45705.51
全部债务	43542.14	45613.02	46630.89
长期债务资本化比率	61.16	61.82	62.31
全部债务资本化比率	62.07	62.06	62.77
资产负债比率	65.21	65.15	65.58

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年底，铁路总公司短期债务、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；2018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65.15%、62.06%和61.82%。2019年3月底，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65.58%、62.77%和62.31%。

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。

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。

#### 4. 盈利能力

2018年，铁路总公司实现收入合计10955.31亿元，同比增长7.89%，主要系运输收入增长所致；同期，铁路总公司成本合计10352.28亿元，同比增长8.00%，主要系受人工和折旧成本上升影响。2018年，铁路总公司实现利润总额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，铁路总公司税后利润为20.45亿元，同比增长12.42%。

2019年第一季度，铁路总公司实现收入及利润总额分别为2618.49亿元和169.41亿元（含税后铁路建设基金128.98亿元），税后利润为负。

表5 公司主要盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
营业收入	10154.49	10955.31
利润总额	607.95	705.92
营业利润率	5.11	5.03
总资本收益率	1.11	1.13
净资产收益率	1.88	1.96

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2018年铁路总公司营业利润率、净资产收益率（加税后建设基金）和总资本收益率（加税后建设基金）分别为5.03%、1.96%和1.13%，与上年基本持平。

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，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。

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，总体盈利能力正常。

#### 5. 现金流

从资金来源看，2018年铁路总公司资金来源10540.31亿元，与上年基本持平。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，2018年铁路总公司资金运用合计10863.05亿元，同比下降2.24%，主要用于基建投资和还本付息。

2018年，铁路总公司资金来源未能覆盖资金运用所需，差额为322.74亿元，由上年年末现金补足。2018年底，铁路总公司年末现金为1145.43亿元，较上年下降21.98%，对保证建设及还本付息支出提供了一定的资金保障。

2019年第一季度，铁路总公司资金来源及运用分别达到2305.33亿元和1895.67亿元，资金来源能够覆盖资金支出，差额为409.66亿元，年末现金为1555.09亿元。

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。2018年，铁路总公司经营净现金流入量为2317.90亿元，同比增加23.49%。

铁路建设仍处于高峰期，铁路总公司建设投资及还本付息资金规模大，对外融资需求很大。

#### 6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2018年底铁路总公司流动比率和速动比率分别为75.86%和64.39%；2019年3月底上述两指标分别为88.67%和76.92%。

长期偿债能力方面，2018年铁路总公司EBITDA为3266.33亿元，EBITDA利息倍数为4.05倍，EBITDA对利息的保护能力强；全部债务/EBITDA为13.96倍。铁路总公司对全部债务的保护能力极强。

总体看，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，公司整体偿债能力极强。

等级为 AAA，评级展望为稳定。

## 十、存续期内债券偿还能力分析

公司由联合资信评级的存续债券共 7 只，余额合计 880.00 亿元。2018 年铁路总公司 EBITDA 和经营净现金流入量分别为 3266.33 亿元和 2317.90 亿元，为上述待偿还债券余额的 3.71 倍和 2.63 倍。

联合资信所评的公司存续债券于 2021 年达到单年最大偿付值 380 亿元，其中“03 中铁债”30.00 亿元、“16 铁道 MTN001”150.00 亿元和“16 铁道 MTN002”200.00 亿元。2018 年铁路总公司 EBITDA 和经营净现金流入量分别为偿付债券合计本金峰值的 8.60 倍和 6.10 倍。

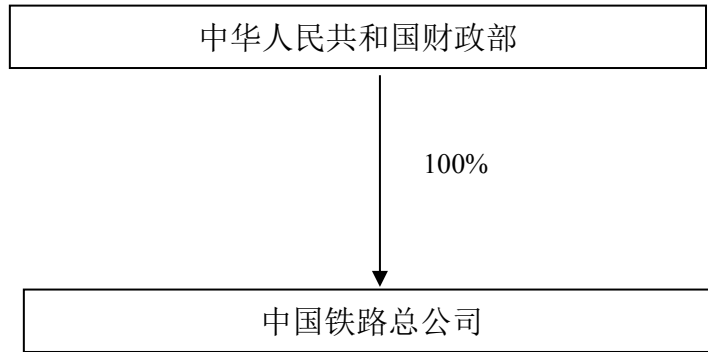
此外，铁路建设基金是原铁道部直接债务融资本息偿付的重要保证。根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字〔1996〕371 号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。2007 年 1 月，经国务院批准，铁路建设基金继续予以保留。近年来，铁路建设基金规模逐年增长，2018 年为 527.57 亿元。

综合看，铁路总公司 EBITDA、经营净现金流入对存续期内待偿还债券具有很强的保障能力；同时铁路总公司获得国家和地方各级政府的大力支持，有利于缓解铁路总公司对外融资压力。铁路总公司对存续期内待偿还债券具有极强的偿还能力。

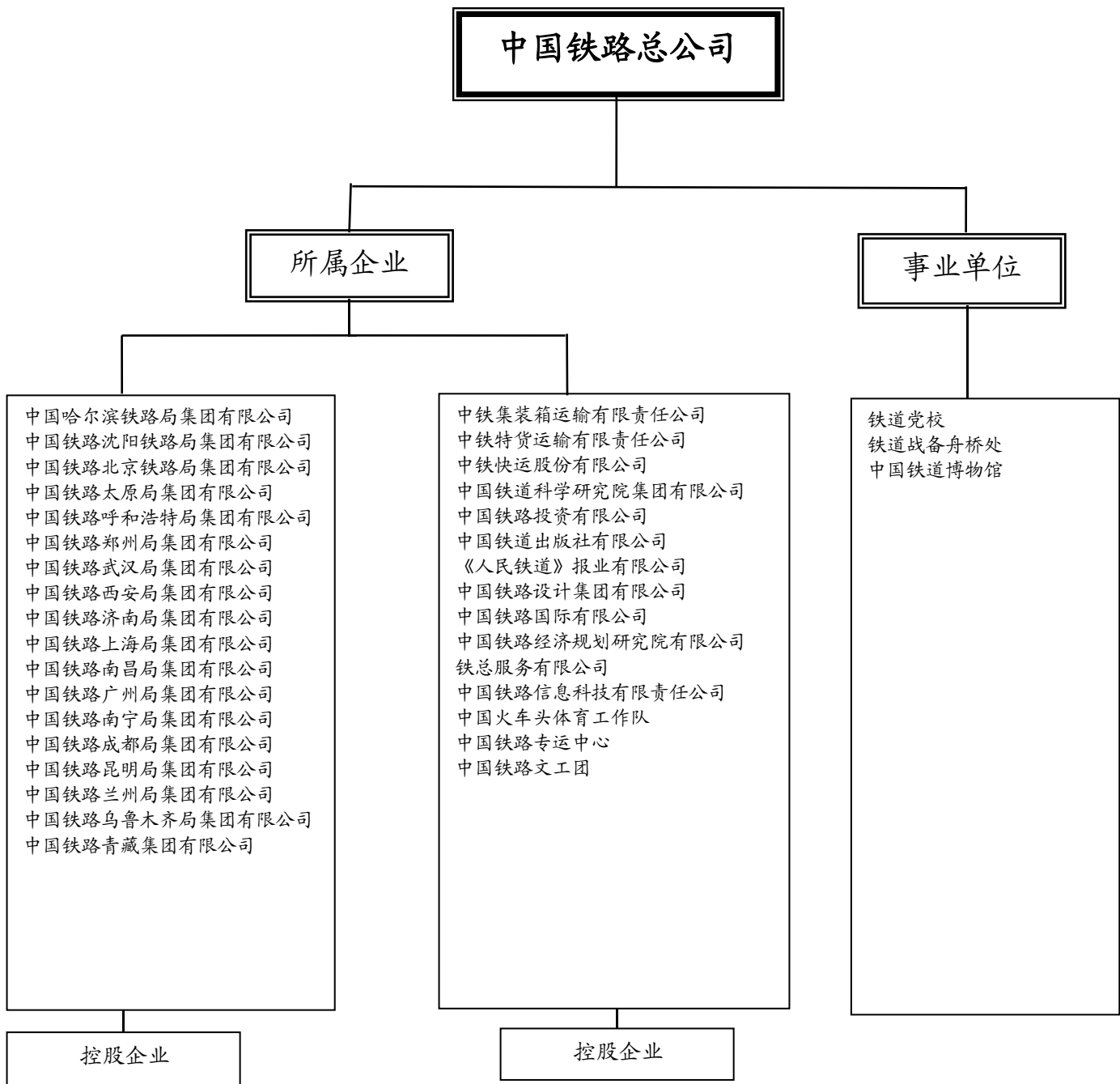
## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持铁路总公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“03 中铁债”“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”的信用

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	2067.75	1468.17	1145.43	1555.09
资产总额(亿元)	72512.61	76483.87	80023.39	80335.66
所有者权益(亿元)	25359.17	26605.37	27889.60	27651.94
短期债务(亿元)	1376.87	1655.36	458.97	925.38
长期债务(亿元)	39507.38	41886.78	45154.05	45705.51
全部债务(亿元)	40884.25	43542.14	45613.02	46630.89
运输收入(亿元)	5928.36	6942.54	7658.57	1932.94
利润总额(亿元)	396.45	607.95	705.92	169.41
EBITDA(亿元)	2377.07	2728.89	3266.33	--
经营性净现金流(亿元)	1659.89	1876.96	2317.90	605.25
<b>财务指标</b>				
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	4.17
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	62.31
全部债务资本化比率(%)	61.72	62.07	62.06	62.77
资产负债率(%)	65.03	65.21	65.15	65.58
流动比率(%)	77.72	68.42	75.86	88.67
速动比率(%)	67.85	58.64	64.39	76.92
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 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

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