

信用等级通知书

信评委函字 [2013] 跟踪106号

中国铁路总公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2012年以来的经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我公司对贵公司2006年390亿元铁路建设债券、2007年600亿元铁路建设债券、2008年800亿元铁路建设债券、2009年1000亿元铁路建设债券、2010年800亿元铁路建设债券、2011年1000亿元铁路建设债券、2012年1500亿元铁路建设债券的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级和AAA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年六月三日

中国铁路建设债券 2013 年度跟踪评级报告

发行主体 中国铁路总公司
 主体信用等级 AAA
 评级展望 稳定
 存续铁路建设债券列表

简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	担保主体	上次债 项	本次债 项
06 铁道 01	10	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
06 铁道 02	65	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
06 铁道 03	125	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA
06 铁道 04	40	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
06 铁道 05	65	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA
06 铁道 06	35	30	中国铁路建设基金	AAA	AAA
06 铁道 08	50	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA
07 铁道 01	90	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
07 铁道 02	260	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
07 铁道 03	100	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
07 铁道 04	150	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
08 铁道 01	150	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
08 铁道 02	50	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
08 铁道 03	150	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
08 铁道 04	50	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
08 铁道 05	200	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
08 铁道 06	100	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
08 铁道 07	100	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 01	200	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 02	100	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 03	150	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 04	50	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 05	150	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 06	50	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 07	150	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 08	50	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 09	70	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
09 铁道 10	30	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
10 铁道 01	200	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
10 铁道 02	100	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
10 铁道 03	100	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
10 铁道 04	50	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
10 铁道 05	100	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
10 铁道 06	100	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
10 铁道 07	100	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
10 铁道 08	50	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
11 铁道 01*	100	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
11 铁道 02*	100	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA
11 铁道 03*	100	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
11 铁道 04*	100	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA
11 铁道 05*	150	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
11 铁道 06*	150	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA
11 铁道 07*	100	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
11 铁道 08*	200	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 01*	200	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 02*	180	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 03*	220	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 04*	50	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 05*	100	10	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 06*	100	15	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 07*	100	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 08*	100	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 09*	100	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 10*	150	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 11*	100	7	中国铁路建设基金	AAA	AAA
12 铁道 12*	100	20	中国铁路建设基金	AAA	AAA

注：上表为中诚信国际评级的铁路建设债券；其中加“*”的为政府支持债券。

基本观点

2013 年 3 月 15 日，中国铁路总公司发布公告：根据第十二届全国人民代表大会第一次会议审议通过的国务院机构改革和职能转变方案，不再保留铁道部，组建中国铁路总公司。中国铁路总公司自组建之日起，承继原铁道部负债。中国铁路总公司承担和履行原铁道部发行的中国铁路建设债券、非金融企业债务融资工具（短期融资券、中期票据等）及其他有关合同、协议项下的权利、义务，以及相应的债权债务关系和法律责任。

中诚信国际评定中国铁路总公司（简称“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持中国铁路建设债券信用等级为 AAA。

中诚信国际充分肯定了我国铁路行业在国民经济中的战略重要性、国家有力的政策支持、很强的规模优势以及综合竞争实力。公司具有资产规模大、资金调配能力强、现金流稳定等优势。同时政府给予了公司强有力的政策支持，为其融资提供了很强的信用支持。中诚信国际也考虑了公路和民航运输与铁路运输之间的竞争加剧，以及当前铁路建设资本支出规模较大对公司未来信用状况产生的影响。

此外，中诚信国际也考虑了铁路建设基金为中国铁路建设债券提供不可撤销的连带责任保证担保对中国铁路建设债券本息偿付起到的保障作用。

优势

- 铁路行业是关系国计民生的重要基础设施行业，战略地位重要，在各种交通运输方式中具备很强的竞争优势，国家一直对铁路行业给予高度重视和支持。《中长期铁路网规划（2008 调整）》的出台、国务院大幅调升“十一五”期间铁路建设投资额以及“十二五”规划的出台，使铁路行业在中长期内仍继续面临较快发展的形势。
- 随着我国国民经济增长，大运力、中长途跨区域旅客运输需求将大幅上升，城际客运市场需求潜力巨大，能源、原材料等大宗货物运输需求保持快速增长，将对我国铁路运输运量增长形成良好的支撑。
- 铁路运输在中长途运输中具有绝对优势，虽然面临公路、民航运输的竞争，但随着快速客运网、西部路网、区际大通道等铁路系统的不断建设完善及路网结构的不断优化，铁路竞争实力将进一步增强。预计公司将继续保持稳定的盈利能力和较好的现金流入。
- 中国铁路总公司资产规模大、资金调配能力很强，强有力的政策支持为公司的债务偿还提供了有力支撑。
- 铁路建设债券由铁路建设基金提供担保，铁路建设基金为中国铁路建设债券偿还提供了有效保障。

关注

- 公路运输和民航运输业的发展与铁路运输市场竞争加剧，一定程度上会影响铁路行业的增速和盈利水平。

概况数据

中国铁路总公司	2010年	2011年	2012年
资产合计（亿元）	32,937.38	39,796.37	44,877.00
权益合计（亿元）	14,019.37	15,669.62	16,951.38
长期债务（亿元）	13,105.60	18,256.22	22,126.86
总债务（亿元）	14,414.53	19,437.24	22,823.29
运输收入（亿元）	4,490.80	5,035.84	5,308.90
EBITDA（亿元）	1,622.88	1,932.48	2,071.02
EBITDA 利息倍数 (X)	6.48	5.23	4.54
总债务/EBITDA (X)	8.88	10.06	11.02
总资本化比率 (%)	50.69	55.37	57.38

注：2010~2012年数据来源于中国铁路总公司《审计报告》。

- 根据发展规划, 2013~2015年铁路建设仍将维持一定规模, 其中2013年铁路固定资产投资总金额将达6,500亿元, 公司仍存在一定资本支出压力。
- 持续关注铁路政企分开的改革进展及中国铁路总公司的运营状况。

分析师

项目负责人: 王娟 jwang@ccxi.com.cn
项目组成员: 关玥 yguan@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2013年6月3日

跟踪评级原因

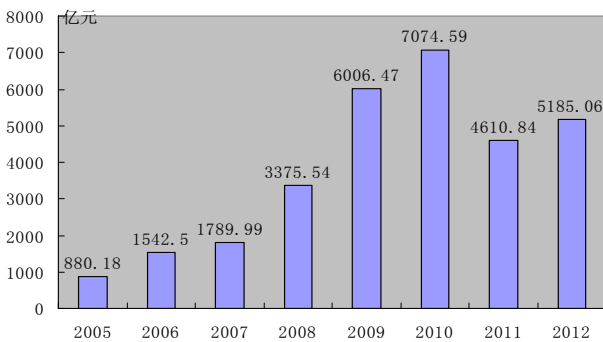
根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在中国铁路建设债券的存续期内进行定期跟踪评级。

近期关注

铁路建设有序推进，路网结构进一步优化

2010年，我国铁路共完成固定资产投资8,426.52亿元（含基本建设、更新改造和机车车辆购置），同比增长19.6%；其中基本建设投资完成7,074.59亿元，同比增长17.8%，为促进国民经济增长发挥了重要作用。2011年，我国铁路完成固定资产投资5,906.09亿元，同比下降29.9%；完成基本建设投资4,610.84亿元，同比下降34.8%。2012年，我国铁路完成固定资产投资6,309.80亿元，同比增长6.8%；完成基本建设投资5,185.06亿元，同比增长12.7%，铁路固定资产投资规模有所回升。预计2013年我国铁路固定资产投资规模将持续增长，但增速将放缓。

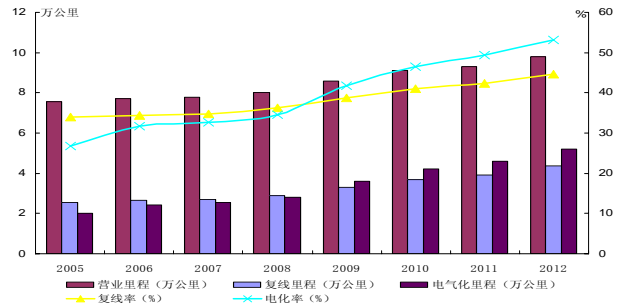
图 1：2005 年~2012 年国铁路基本建设投资情况



资料来源：原铁道统计公报

由于近几年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结构明显优化，列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。截至2012年底，全国铁路的营业里程为9.8万公里，同比增长5.4%，里程长度跃居为世界第二位、亚洲第一位；高铁运营里程达9,356公里，居世界第一位。

图 2：2005 年~2012 年我国铁路网建设情况



资料来源：原铁道统计公报

2012年，我国铁路基本建设共完成新线铺轨4,924.6公里、复线铺轨4,392.2公里，投产新线5,382.2公里，其中西部地区投产新线1,793公里；投产复线4,763公里、电气化铁路6,053.9公里。

2011年，全国铁路新开工项目共计15个，投资总规模为1,217.49亿元。其中新建铁路完成投资3,899.05亿元。建成京沪、广深等高速铁路共1,421公里；张家口至集宁、黄桶至织金铁路建设完成。新开工拉萨至日喀则、成都至兰州、吉林至珲春等铁路，建设规模1,079公里。既有线增建复线和电气化改造完成投资392.55亿元，西格、嘉红、京九等电气化改造项目部分投产。枢纽及客运站新开工11个项目，完成建设投资302.52亿元，成都新客站、贵阳改貌货运中心建成投产。2012年，哈大高铁开通运营，京广高铁全线贯通，合蚌、汉宜等一批铁路重点项目建成开通运营。2013年，原铁道部计划投产新线5,200公里以上。新线建成投产、既有线改造和枢纽及客站建设提高了铁路的运输能力，缓解了运能不足的压力，并部分缓解了通道“瓶颈”制约，路网质量得到提高。

“十二五”以来，我国铁路建设有序推进，公司按照“保在建、上必需、重配套”的原则对铁路建设项目进行了全面梳理，进一步调整了“十二五”发展规划，规范了铁路建设规模、标准和工期，将使我国铁路行业未来的发展更为健康、稳健，安全性能更高，铁路系统的调配管控能力也将进一步增强。

科技创新取得新成果，安全科研方面不断升级；我国铁路运输能力将得到增强

我国的铁路运输在科技创新方面不断取得新

成果，形成了具有自主知识产权的高铁技术体系，运输能力进一步增强。截至 2012 年底，原铁道部科技研究开发计划 2012 年结题项目获得专利及软件著作权合计 496 项，其中专利 415 项，软件著作权 81 项。完成技术评审项目 20 项，科技成果鉴定项目 5 项。“京津城际铁路工程”项目获国家科技进步一等奖，“牵引供电关键设备安全运行检测技术与应用”项目获国家科技进步二等奖。

车辆装备技术方面，原铁道部与科技部联合推进新一代高速列车、综合检测列车科研攻关及综合实验工作；组织时速 160 公里/小时的交流传动客运电力机车和高原电力机车研制；推进大功率机车、新型货车关键技术及运用维护技术创新，并开展了多种大型养路机械关键技术攻关，成功研制了道床吸污车。

重载运输技术方面，原铁道部深化大秦线重载机车互联互通技术，推进延长钢轨和道岔修理周期、桥隧整治技术深化研究；开展新建煤运通道关键技术攻关，并完成了重载货车制动机技术、车钩疲劳寿命及可靠性、车轮制动热负荷试验深化研究。

安全科研方面，原铁道部组织开展了高铁及重载主要设施设备技术掌握情况调查，启动了铁路产品第三方认证；同时启动了防灾系统总体技术方案研究，组织实验了牵引供电接触网防融冰装置，开展动车组追踪接近预警系统、安全服役及疲劳可靠性、碰撞被动防护、高铁地震监控预警、雷电防护等技术研究；启动机车车载安全防护系统（6A 系统）研制，推进装车试验。

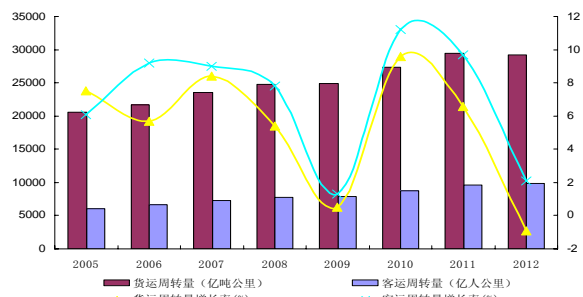
此外，原铁道部还开展了新一代客票系统总体技术方案研究，开展了铁水联运和铁路货运电子商务平台的相关研究工作，为提高运营效率奠定了良好基础。

铁路货物运输量继续保持增长，但增速有所下降； 货运价格的调升将有利于增强公司的盈利能力

2011 年我国铁路旅客、货物运输继续保持增长，但增速与 2010 年相比有所下降。2011 年全国铁路完成货物发送量 39.33 亿吨，同比增长 8.0%，

增速同比下降 1.3 个百分点；完成货运总周转量 29,465.79 亿吨公里，同比增长 6.6%，增速同比下降 3 个百分点；完成旅客发送量 18.63 亿人，较上年增长 11.1%，完成旅客周转量 9,612.29 亿人公里，较上年增长 9.8%。2011 年，全国铁路总换算周转量完成 39,078.08 亿吨公里，同比增长 7.3%；全国铁路日均装车完成 168,663 车，同比增长 7.2%，铁路运输效率和运输质量逐渐提升。2012 年以来，受我国经济增速放缓、国内外煤炭价格倒挂等因素影响，铁路货物运输需求大幅下降，下半年货运量及货运周转量同比增速呈现负增长，四季度跌幅开始缩小，整体运量有所回升。但整体来看 2012 年受需求下降影响，铁路运输效率和运输质量有所减弱。2012 年，全国铁路完成货物发送量 39.04 亿吨，同比下降 0.7%；完成货运总周转量 29,187.09 亿吨公里，同比下降 0.9%，其中，国家铁路货运发送量和货运总周转量分别为 32.36 亿吨和 27,220.50 亿吨公里；全国铁路完成旅客发送量 18.93 亿人，同比增长 4.8%，完成旅客周转量 9,812.33 亿人公里，同比增长 2.1%，其中，国家铁路旅客发送量和旅客周转量分别为 18.79 亿人和 9,783.99 亿人公里，分别增长 4.8% 和 2.1%；全国铁路总换算周转量完成 38,999.41 亿吨公里，同比下降 0.2%；全国铁路日均装车完成 166,072 车，同比下降 1.5%。随着经济的企稳回升以及经济结构的调整，以及铁路路网结构的不断完善和机车车辆品质结构的不断优化，未来我国铁路运量及运输效率将得到进一步提高。

图 3：2005 年~2012 年全国铁路客货运发展情况



资料来源：原铁道统计公报

同时，与世界主要国家相比，我国按国土面积计算的铁路网密度和按人口计算的铁路密度还十分低。而路网数量相对较少、结构不尽合理等因素已成为制约经济发展的瓶颈，特别是中西部铁路发

展尤为薄弱。

此外，2003 年以来国家共上调过 9 次国家铁路货物统一运价，其中只有 2010 年未对国家铁路货物运价进行调整。近期为弥补因成品油价格调整而增加的铁路运输成本，国家发改委决定自 2013 年 2 月 20 日起，适当调整国家铁路货物统一运价（发改价格 [2013] 261 号）。整车、零担和集装箱货物运价均有不同程度上涨，将有利于增强公司的盈利能力。

表:1: 2013 年铁路货物运价调整情况

类别	运价号	单位	基价1		
			新标准	调整前	上涨率
整车	1	元/吨	7.4	7.10	4.23%
	2	元/吨	7.9	7.80	1.28%
	3	元/吨	10.5	9.80	7.14%
	4	元/吨	13.8	12.20	13.11%
	5	元/吨	15.4	13.40	14.93%
	6	元/吨	22.2	19.60	13.27%
	机械冷藏车	元/吨	16.7	14.70	13.61%
零担	21	元/10千克	0.168	0.15	12.00%
	22	元/10千克	0.235	0.21	11.90%
集装箱	20英尺箱	元/箱	387.5	337.50	14.81%
	40英尺箱	元/箱	527	459.00	14.81%

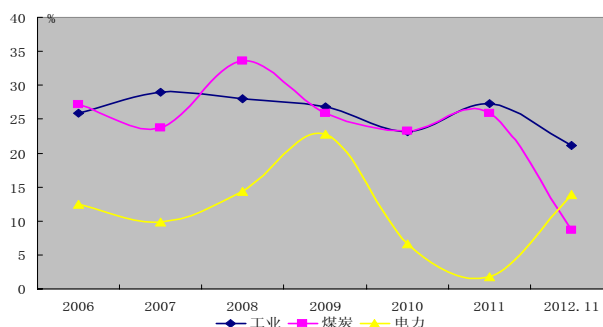
类别	运价号	单位	基价2		
			新标准	调整前	上涨率
整车	1	元/吨公里	0.0565	0.0418	35.17%
	2	元/吨公里	0.0651	0.0502	29.68%
	3	元/吨公里	0.07	0.0562	24.56%
	4	元/吨公里	0.0753	0.0629	19.71%
	5	元/吨公里	0.0849	0.0722	17.59%
	6	元/吨公里	0.1146	0.0989	15.87%
	7	元/吨公里	0.4025	0.3275	22.90%
	机械冷藏车	元/吨公里	0.1134	0.0996	13.86%
零担	21	元/10千克公里	0.00086	0.00071	21.13%
	22	元/10 千克公里	0.0012	0.00103	16.50%
集装箱	20英尺箱	元/箱公里	1.7325	1.4000	23.75%
	40英尺箱	元/箱公里	2.3562	1.9040	23.75%

资料来源：国家发展改革委、原铁道部 2013 年 2 月 17 日下发的《关于调整铁路货物运输价格的通知》（发改价格[2013]261 号）。

我国铁路运力不断增长，运输供需矛盾有所缓解；中长期内铁路行业的运量增长仍将得到很强支撑，行业发展潜力巨大

从对货运的具体需求看，铁路主要集中于煤电油等能源和原材料的重点物资运输，经济增长对能源及资源需求的加大也推动电力、有色金属、煤炭等基础性行业的快速发展。这些行业的需求增长为铁路运输行业未来发展提供了较好机遇。尽管近期我国固定资产投资增速有所回落，但长远看，经济平稳增长对能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供强有力的支撑。

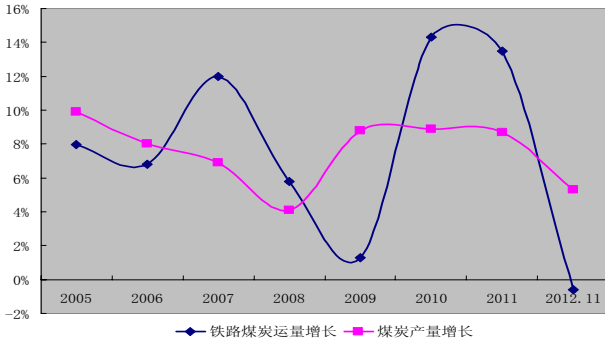
图 4: 2006~2012.11 我国部分行业固定资产投资增长情况



资料来源：中诚信国际整理

目前我国铁路在主要干线通道与煤炭运输通道的供需矛盾较为突出。其中，在煤炭运输通道方面，煤炭运输长期依赖铁路，煤运比重也居各运输货物之首。目前，我国已形成三西、东北、华东、中南四大煤运通道，运量占全国一半以上。2010 年以来，我国铁路煤炭运量增长迅速，运输瓶颈略有缓解。2011 年，全国完成铁路煤炭运量 22.71 亿吨，同比增长 13.5%，与 2010 年相比，增速略有下降。2012 年，全国完成铁路煤炭运量 22.56 亿吨，同比下降 0.66%。受煤炭进口量大幅上涨及国内煤炭需求疲软影响，铁路煤炭运量连年持续大幅增长后首次出现下降。随着经济增速的放缓及近期铁路新增运力的投放，国内运输供需矛盾有所缓解。但未来随着经济的回升，能源和大宗原材料供需形势的好转，铁路运输需求将有所回升，未来一段时期我国仍将面临铁路运输供需矛盾。

图 5: 煤炭铁路运力与煤炭产量增长情况



资料来源: 中诚信国际整理

客运需求方面,我国到 2020 年将实现城镇化率 60% 的目标,迫切需要铁路部门加快建设沟通全国主要大中城市的高速铁路网、连接区域内城市群的快速城际铁路网和覆盖中小城镇的普速铁路网。

未来几年,我国经济预计将保持平稳增长,运输需求持续增长,铁路交通运输供给总体上仍将偏紧,促进铁路运输快速增长的基本因素将不会改变。此外,发挥铁路作为绿色交通工具的比较优势,是国家节能减排战略的政策导向。为此,国家将继续保持对铁路的政策支持力度。

从长远看,我国国土幅员辽阔、人多地少、能源相对缺乏,而铁路具有运能大、能耗低、绿色环保、速度快、占地少等特点,发展铁路运输非常适宜,铁路未来发展潜力和空间依然较大。因此,今后一段时间我国铁路建设仍将面临很好的发展机遇。

铁路发展规划

2004 年 1 月 7 日,国务院审议通过了《中长期铁路网规划》,明确了我国铁路网中长期建设目标和任务,标志着我国铁路新一轮大规模建设的展开。根据规划,到 2020 年,全国铁路营业里程达到 10 万公里,主要繁忙干线实现客货分线,主要通道实现复线电气化,复线率和电化率均达到 50%,运输能力和运输质量满足国民经济和社会发展需要,主要技术装备达到或接近国际先进水平。2007 年 10 月,国务院常务会议通过的《综合交通网中长期发展规划》,把到 2020 年的铁路网规模增加到 12 万公里以上,为我国铁路网建设提供了依

据和保证。据初步估算,完成上述规划项目大约需要 2 万亿元的投资。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》对加快铁路建设提出了明确要求。“十一五”期间,铁路大规模建设处于高峰期,铁路建设总投资 12,500 亿元,铁路建设新线 19,800 公里。2008 年 10 月下旬,国务院将批复的“十一五”期间铁路建设投资总额由 12,500 亿元调整为 20,000 亿元。2008 年 11 月 27 日,经国家批准,原铁道部出台《中长期铁路网规划(2008 年调整)》方案,以扩大快速客运网、构建区际大通道、完善路网布局、增加西部开发性新线、提高既有线能力为重点,其中客运专线由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里以上,电化率提高到 60%,规划建设新线由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里。

为了全面实施《中长期铁路网规划》,加快推进铁路现代化,2012 年我国三次调增铁路固定资产投资规模,固定资产投资规模达 6,300 亿元。2013 年,铁路固定资产投资计划总规模 6,500 亿元,其中基本建设投资 5,200 亿元,投资规模呈稳定增长态势。

表 2: 中长期铁路发展规划

目标	2020 年规划	
建设快速客运网	建设客运专线、发展城际轨道交通、既有线路提速改造、连接全国主要地区,总体规划超过 3 万公里	新建约 1 万公里的“四纵四横”客运专线。
		以环渤海、长三角和珠三角为重点地区,建设城际轨道交通系统 2,000 公里。
		加快连接省会城市人口在 100 万以上特大城市铁路的提速改造,到 2020 年使客货混跑快速线营业里程达到 2 万公里左右。
完善路网布局	以扩大西部路网规模为主,形成西部铁路网骨架结构,完善中东部铁路网结构,新建 1.6 万公里铁路	西部路网:到 2020 年形成西部路网骨架,路网规模 4 万公里左右,每平方公里路网密度 58 公里,较 2004 年增长 41% 左右。
		东中部路网:到 2020 年路网规模达到 6 万公里,每平方公里路网密度 220 公里,较 2004 年增长 25% 左右。
强化煤炭运输通道	重点围绕大同等 10 大煤炭外运基地,继续加强煤炭运输通道建设,形成运力强大、组织先进、功能完善	

建设	的煤炭运输系统。
建设集装箱运输系统	建设 18 个集装箱中心站和 40 个左右靠近省会城市、大型港口和主要内陆口岸的集装箱专门办理站,并依托相关新线建设和既有线改造,形成集装箱运输网络。
加强主要枢纽建设	以北京、上海等枢纽为重点,调整编组站,改造客运站,建设机车车辆检修基地,完善枢纽结构,使铁路点线能力协调发展。

资料来源:中诚信国际整理

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出“完善区际交通网络”,“建设城际快速网络”。根据国家“十二五”发展规划纲要关于铁路“十二五”期间发展的总体要求,原铁道部提出要科学有序推进铁路建设:“十二五”期间新线投产总规模控制在3万公里以内,安排投资2.8万亿元。截至2015年,我国铁路营运里程增加到12万公里左右,其中西部铁路4.8万公里,复线率和电气化率分别达到50%和60%。在建设重点方面,一是建设大能力货运通道,重点建设进出关通道、南北通道、进出西南和西北地区通道、煤运通道;二是建成具有我国特色的快速铁路网,适应我国幅员辽阔、人口众多及城镇化发展较快的要求。

中诚信国际认为,《中长期铁路网规划》、《综合交通网中长期发展规划》、《中长期铁路网规划(2008年调整)》、“十二五”规划方案的出台,体现了国家对铁路行业的高度重视和支持,为铁路行业未来快速发展奠定了良好的基础,对于缓解未来煤炭、客运运输的紧张状况将起到积极作用。

竞争

二十世纪 90 年代以来,因公路、民航等运输行业的高速发展,铁路在国内运输市场的优势地位已有所下降,我国运输市场从过去客货运输过分依赖铁路、铁路运输负担过重的不合理局面朝着发挥各种运输方式的比较优势、各种运输方式之间既有分工又存在一定竞争的结构优化方向发展。从 1990~2012 年统计数据可以看出,虽然铁路在长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输中具有很强的比较优势,但由于运能不足,客运和货运市场被公路、民航分流。

随着不断深化的铁路关键技术创新,时速 350 公里及以上动车组列车、大功率电力机车和内燃机

车投入批量生产,新型货车大量交付使用;高速铁路项目也在调整中继续推进。技术的不断创新使铁路系统能够充分利用新线能力,调整车流径路,优化调整机车运用,不断优化列车开行方案,大幅提高分界口能力、夜卸车比重和区域间运输能力,我国铁路运输效率进一步提高,运输生产力进一步释放。

表 3: 我国主要运输方式周转量构成变化

		单位: %				
		2012	2011	2010	1998	1990
客 运	铁路	29.41	31.07	31.54	35.08	46.09
	公路	55.35	54.09	53.69	56.04	45.80
	水运	0.23	0.24	0.26	1.30	3.14
	民航	15.02	14.60	14.51	7.54	4.90
货 运	铁路	16.86	18.53	20.13	32.60	40.23
	公路	34.65	32.38	31.32	14.42	13.07
	水运	46.58	47.29	46.83	51.35	44.24
	民航	0.09	0.11	0.13	0.09	0.03

资料来源:国家统计局统计公报

2011 年以来,铁路系统利用新开通线路能力,发挥干线电气化改造后的优势,合理调整车流径路,强化运输组织,进一步完善重点物资运输保障机制,铁路路网整体利用能力进一步提高,重点物资运输得到保证。

表 4: 2012 年主要铁路货物运输量

		单位: 亿吨、%	
		运输量	增长率
煤炭		22.62	-0.4
冶炼物资		8.58	-1.4
石油		1.38	-1.7
粮食		1.04	5.0
化肥农药		0.93	7.3

资料来源:中国铁路总公司

虽然目前各种运输方式竞争激烈,但并不简单地意味着相互取代,每种运输方式都具有自身优势。由于铁路在我国经济发展中的重要基础和战略地位决定了骨干主体的地位不会发生根本改变,未来铁路建设在政策、资金、技术等方面都会得到政府的大力支持。此外,未来随着新建铁路逐步建成并投入运营,将在一定程度上缓解我国铁路运输运能不足的瓶颈;铁路将继续发挥其运行正点、安全性高、速度快的优势,竞争力将进一步增强。

投融资状况

“十二五”期间是我国铁路现代化建设的关键阶段，新线开工和既有线改造将保持一定规模，2013~2015年，铁路计划完成基本建设投资1.33万亿元，投产新线2.07万公里，其中2013年铁路全年计划固定资产投资规模6,500亿元，投资持续较大规模并呈稳定增长态势，按公司现有现金获取能力来看，仍存在较大的外部融资需求。

铁路建设基金、国家预算内资金和国内贷款为铁路建设的主要资金来源

公司承担了原铁道部所属企业经营范围内的铁路运输经营、建设和安全职责，并作为铁路建设的主要融资主体。目前铁路建设资金的主要来源包括：铁路建设基金、国家预算内资金和国内贷款。此外，还包括公司每年的经营现金流、铁路系统的自筹资金、企业债券和地方性投入等。其中，铁路建设基金是国家批准开征的用于铁路建设的专项基金，是铁路建设投资的重要资金来源。按照1996年财政部颁布的《铁路建设基金管理办法》的规定，铁路建设基金可用于与建设有关的还本付息，2009~2012年，税后建设基金分别为549.01亿元、613.39亿元、641.94亿元和627.56亿元。稳定增长的铁路建设基金是铁路融资担保的重要手段。

多种融资模式和强有力的政府支持是铁路建设的有力保障

原铁道部根据《国务院关于投融资体制改革的决定》的要求，确定了“政府主导、多元化投资、市场化运作”的铁路投融资改革总体思路，研究制定了《“十一五”铁路投融资体制改革推进方案》（铁政法〔2006〕120号），提出了扩大合资铁路规模、积极推进铁路企业股改上市、扩大铁路建设债券发行规模、研究建立铁路产业投资基金、扩大利用外资规模、合理使用银行贷款等方面的重点项目和必要的政策措施，并得到国家有关部门的大力支持。“十二五”期间，铁路建设将充分利用资本市场，不断创新融资方式与工具，实现多渠道、低成本融资。

目前，原铁道部鼓励各类社会资本以合资、合

作、联营等方式参与铁路建设、经营。原铁道部先后与全国31个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。

原铁道部还加快铁路运输企业股份制改造试点步伐，大秦铁路股改上市融资150亿元，广深铁路回归A股上市融资103亿元；加强与银行合作，与多家主要银行签订战略合作协议；推进融资方式多样化，1995~2012年，原铁道部共发行铁路建设债券6,387亿元，并利用信托、保险资金等方式优化债务结构，减少筹资成本，确保了铁路建设的顺利推进。

2011年10月，经国务院批准，国家发改委将中国铁路建设债券明确为政府支持债券，财政部、国家税务总局对企业持有2011~2013年发行的中国铁路建设债券取得的利息收入，减半征收企业所得税，为铁路建设提供了政策支持。

中诚信国际认为，投资主体多元化的推进、融资渠道的拓宽以及政府有力的政策、资金支持为未来铁路建设资金来源的稳定起到了进一步保障的作用。

铁路改革

为改变原铁道部政企不分、企业市场主体缺位的状况，原铁道部制定了加快转变铁路发展方式、确立运输企业市场主体地位的改革推进方案，出台了多元化经营、运输管理、建设管理、财务管理等一系列规章制度和企业经营业绩考核等相关配套措施及实施办法，落实企业经营权责，理顺原铁道部与运输企业的管理关系，基本形成了新体制新机器的制度框架。部机关和各运输企业积极转换管理职能及经营机制，为市场健康发展奠定基础。2013年3月14日，第十二届全国人民代表大会第一次会议审议通过了《国务院机构改革和职能转变方案》（以下简称“《方案》”）。《方案》提出实行铁路政企分开，将原铁道部拟订铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部。同日，《国务院关于组建中国铁路总公司有关问题的批复》发布，批准设立中国铁路总公司承担原铁道部的企业职责，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。不再保留铁道部。

铁路安全工作方面，原铁道部突出强化高铁安全管理，适当降低新建高铁初期运营速度，优化高铁调度台设置，加强高铁专业化管理，整治高铁运营环境，集中整治动车组等设备质量问题。具体来看，原铁道部以高铁和客车安全风险管控为重点，建立符合铁路特点的安全风险控制体系，突出人员、设备、管理三大要素，围绕设备、制度、职工作业、外部环境、工程质量等关键部位制定安全风险点，加强安全风险的过程控制。同时进一步完善非正常情况下的安全措施，分系统、分层次、分岗位制定应急处置预案；完善铁路安全监管体制，强化安全监管职能，并开展对安全风险管理的考核评估，铁路安全基础工作得到加强。

综上，中诚信国际认为铁路改革有利于加强原铁道部的市场主体地位、提高其组织管理效能、提高运输效率，安全工作及风险管控意识的加强有利于铁路运输的健康发展，从而对推进铁路运输企业建立现代企业制度、健全激励约束机制、提高运作的透明度与构建新的铁路管理体制起到较好的促进作用。同时，中诚信国际也将持续关注原铁道部政企分开的改革进展及中国铁路总公司的运营状况。

财务分析

以下分析是基于公司提供的经中审亚太会计师事务所有限公司审计并出具无保留意见的2010~2011年审计报告及天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2012年审计报告。

资本结构

随着新建里程逐步投入运营，近年来公司资产总额增长迅速，截至2012年底总资产已达到44,877.00亿元，较2011年增长12.77%，其中固定资产净额25,373.4362亿元，占总资产的比重为56.54%。截至2012年底公司权益合计16,951.38亿元，较2011年增长8.18%。

由于2010年铁路建设步伐加快，中国铁路总

公司整体债务规模增幅较大，但资本结构仍保持稳健。2011年以来，铁路建设步伐减慢，整体债务规模增幅放缓。截至2012年底，公司总债务为22,823.29亿元，比2011年末上升了17.42%，增幅继续呈放缓态势；资产负债率和总资本化比率分别为62.23%和57.38%，与2011年相比分别上升1.60和2.02个百分点。

2013~2014年铁路建设投资仍将保持一定规模，其中2013年全年计划固定资产投资为6,500亿元，公司在未来一段时期内仍存在一定资本支出压力。公司很强的资金调配能力以及政府有力的政策支持为其债务偿还提供了有效保障。

表5：2010年~2012年公司资本结构

单位：亿元、%

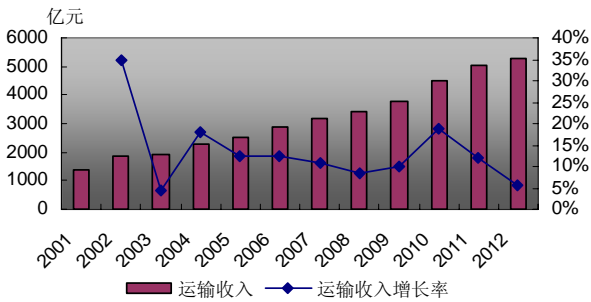
	2010	2011	2012
固定资产净值	16,592.39	21,330.73	25,373.43
总资产	32,937.38	39,796.37	44,877.00
权益合计	14,019.37	15,669.62	16,951.38
长期债务	13,105.60	18,256.22	22,126.86
总债务	14,414.53	19,437.24	22,823.29
资产负债率	57.44	60.63	62.23
总资本化比率	50.69	55.37	57.38
长期资本化比率	48.32	53.81	56.62

资料来源：根据公司财务报表整理

盈利能力

由于铁路具有独特的运输优势，近年来随着国民经济的发展和铁路运力的增强，铁路客货运量稳步增长，公司收入和现金流均呈增长态势，但收入增速持续放缓。2010年，公司总收入达6,857.01亿元，比上年增长24.18%；其中运输收入4,490.80亿元，占65.49%，同比增长18.72%，是其收入的主要来源。2011年，公司实现总收入8,196.76亿元，同比增长19.54%。其中运输收入为5,035.84亿元，同比增长12.14%，占当期总收入的61.44%。2012年，公司实现总收入达9,632.49亿元，同比增长17.52%；其中运输收入5,308.90亿元，同比增长5.42%，占当期总收入的55.11%

图 6：2001 年~2012 年公司运输收入增长情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司各项运输收入均呈现稳定增长态势。从运输收入构成看，2012 年，公司完成货运、客运和其他运输收入分别为 2,330.96 亿元、1,771.31 亿元和 537.58 亿元，同比分别增长 5.42%、10.23% 和 0.71%。目前铁路客货运价水平总体较低，尽管国家发改委、原铁道部 2008 年以来 5 次调整国家铁路货物统一运价，但是铁路货物总体运价水平仍然偏低。未来随着燃油、电力等主要生产资料价格的上涨，铁路客货运价格依然有上调空间，公司客货运收入将继续保持较快增长。

表 6：2010 年~2012 年公司运输收入结构 单位：%

	2010	2011	2012
货运收入(含税前建设基金)	59.04	57.49	56.51
客运收入	29.95	31.91	33.36
其他运输收入	11.01	10.60	10.13
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

近年来，我国材料、燃料、电力、人工等成本增幅较大，2010 年，公司实现运输收入 4,490.80 亿元，同比增长 18.72%，运输成本（不含折旧）达 2,989.82 亿元，同比上升 12.71%，主营业务毛利率为 17.73%，比上年提高了 2.29 个百分点。2011 年，公司运输收入增长 12.14% 至 5,035.84 亿元，同期成本上升 17.83% 至 4,353.46 亿元，主营业务毛利率下降 4.18 个百分点至 13.55%。2012 年以来，国内铁路运输需求下降，公司运输收入增速放缓，毛利率下滑较为明显。2012 年公司实现运输收入 5,308.90 亿元，同比增长 5.42%，运输成本（不含折旧）达 4,170.17 亿元，同比增长 19.24%，主营业务毛利率为 4.07%，比上年同期下降了 9.48 个百分点。多元

化经营方面，公司大力推进实施多元化经营战略，依托铁路运输业务，利用土地、设备、信息等资源，通过扩展客运服务功能，推进站车商业和旅行服务市场、广告、旅游、车站商业网络和连锁经营，通过大力发展物流和其它经营业务增加铁路经营效益。目前公司非运输业务收入占收入总额的比例已超过 40%，2011 年及 2012 年分别完成非运输业务收入 3,160.92 亿元和 4,323.59 亿元，同比分别增长 33.59% 和 36.78%，保持较高增速。未来随着铁路政企分开逐步深化，铁路企业市场主体的地位进一步确立，多元化收入水平将进一步提升。2012 年公司净利润为 1.96 亿元，同比有所增加。

另一方面，2010~2012 年，公司 EBITDA（含铁路建设基金）分别为 1,622.88 亿元、1,932.48 亿元和 2,071.02 亿元；EBITDA/运输收入分别为 36.14%、38.37% 和 39.01%，呈逐年上升趋势，显示了公司很强的现金获取能力。

2010~2012 年，公司的净资产收益率分别为 0.0011%、0.0020% 和 0.0116%，除成本费用因素外，这与铁路建设基金不计入净利润有关。若考虑铁路建设基金收入因素，公司实际净资产收益率分别为 4.38%、4.10% 和 3.71%，处于较好水平。

总体看，近几年公司收入规模稳定增长，获现能力趋于增强，未来随着干线铁路和货运通道逐步投入运营，铁路路网将不断完善，公司的收入规模仍有较大增长潜力。

从公司汇总现金流量表看，2010~2012 年公司资金来源合计分别为 10,588.46 亿元、9,673.82 亿元和 8,154.54 亿元，年末现金分别为 952.91 亿元、2,001.46 亿元和 1,680.86 亿元，表明公司通过持续经营活动获取现金的能力较强。

长远看，铁路运输的基础性地位决定了我国以铁路为主的运输方式不会改变。在目前铁路运力存在较大缺口的情况下，铁路运输未来增长潜力较大。此外，我国国民经济长期向好，对铁路运输的客货需求增长较快；铁路客运、货运价格水平总体偏低，未来有上调的可能。并且随着政企分开改革的逐步进行，公司承担的政府及社会职能支出和公益性运输成本会不断减少，每年可以增加较大规模

的净现金流入，从而保持稳定的盈利水平和较好的现金流入。

偿债能力

从偿债能力指标看，公司 EBITDA 利息倍数一直保持较好水平，2010~2012 年分别为 6.48 倍、5.23 倍和 4.54 倍，尽管呈下降趋势，但仍能够完全覆盖利息支出，表明 EBITDA 对利息偿还的保障能力较强。2010 年，由于投资力度加大，公司负债水平有所上升，长期资本化比率、总债务/EBITDA 及经营净现金流入/总债务分别为 48.32%、8.88 倍和 0.09 倍。2011 年，持续增长的债务规模致使长期资本化比率继续上升至 53.81%，总债务/EBITDA 和经营净现金流入/总债务分别为 10.06 倍和 0.08 倍；2012 年由于公司债务压力增加，总债务/EBITDA 和经营净现金流入/总债务分别为 11.02 倍和 0.07 倍，公司偿债指标进一步弱化。总体来看，公司将面临一定的债务压力。考虑到国家发改委将铁路建设债券明确为政府支持债券，财政部、国家税务总局均出台了相关政策为公司融资提供支持，中诚信国际认为，公司依然具有极强的偿债能力。

表 7：2010 年~2012 年公司偿债能力指标

	2010	2011	2012
EBITDA 利息倍数(X)	6.48	5.23	4.54
长期资本化比率(%)	48.32	53.81	56.62
总债务/EBITDA(X)	8.88	10.06	11.02
经营净现金流入/总债务(X)	0.09	0.08	0.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铁路建设资金的主要来源为铁路建设基金、国内外银行借款和折旧，资金的运用主要是基建投资、对银行借款的还本付息和设备更新。从 1995 年开始至 2012 年底，原铁道部¹总计发行 6,387 亿元铁路建设债券，已兑付 167 亿元，尚未到期 6,220

¹《国务院关于组建中国铁路总公司有关问题的批复》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，并明确，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；建立铁路公益性运输补贴机制，继续享有国家对原铁道部的税收优惠政策，继续明确铁路建设债券为政府支持债券。2013 年 3 月 15 日，中国铁路总公司发布公告称，中国铁路总公司自组建之日起，承继原铁道部负债。中国铁路总公司承担和履行原铁道部发行的中国铁路建设债券、非金融企业债务融资工具（短期融资券、中期票据等）及其他有关合同、协议项下的权利、义务，以及相应的债权债务关系和法律责任。

亿元，目前为止未出现任何信用问题。铁路运输行业在我国交通运输中具有重要的战略地位，且公司与国内外金融机构保持良好的合作关系。这些因素将拓宽公司的融资渠道，从而对其未来债务压力起到缓解作用。同时，公司具有很强的资金调配能力，能够较好控制长短期债务结构，合理安排债务偿还的期限，保证其到期债务的按时偿还。

债券担保

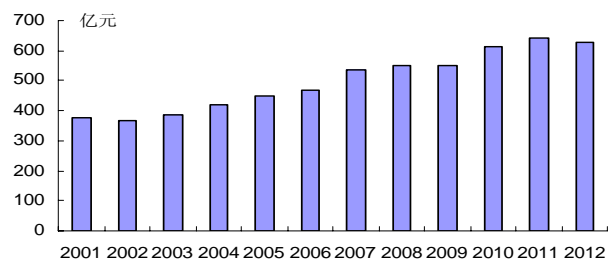
中国铁路建设债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。

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）规定，铁路建设基金是国务院批准征收的专门用于铁路建设的政府性基金，也是国家铁路投资建设的主要资金来源。

目前，铁路建设基金纳入政府性基金预算管理，专款专用，年终结余转下年度继续使用。此外，按《铁路建设基金管理办法》第九条规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。根据《财政部关于公布 2007 年全国政府性基金项目目录的通知》（财综[2008]11 号），铁路建设基金继续予以保留。

近年来，随着铁路建设和货物周转量的提高，铁路建设基金呈现波动增长趋势。2010~2012 年，公司实现税后建设基金分别为 613.39 亿元、641.94 亿元和 627.56 亿元。

图 7：2001 年~2012 年铁路建设基金情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“十一五”期间，铁路建设基金共收取 3,160.07 亿元，“十二五”期间，公司将积极继续推进铁路投融资体制改革，全面推进合资建路，同时充分利用资本市场，实现多渠道、低成本融资。由于未来我国铁路运输市场仍有较大发展空间，因此我们认为铁路建设基金将为中国铁路建设债券的按期偿

还提供可靠保证。

结论

综上，中诚信国际评定中国铁路总公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持中国铁路建设债券的信用等级为 AAA。

附一：中国铁路总公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：亿元）	2010年	2011年	2012年
货币资金	952.91	2,001.46	1,680.86
存货	450.29	610.49	729.22
应收款	1,541.42	1,766.19	2,204.45
流动资产合计	2,949.14	4,385.01	4,621.28
固定资产净值	16,592.39	21,330.73	25,373.43
资产合计	32,937.38	39,796.37	44,877.00
流动负债合计	5,812.41	5,870.53	5,798.76
短期债务	1,308.93	1,181.02	696.43
长期债务	13,105.60	18,256.22	22,126.86
总债务	14,414.53	19,437.24	22,823.29
负债合计	18,918.01	24,126.75	27,925.62
权益合计	14,019.37	15,669.62	16,951.38
运输收入	4,490.80	5,035.84	5,308.90
息税折旧摊销前收益 EBITDA	1,622.88	1,932.48	2,071.02
利润总额	667.83	707.08	691.95
税后铁路建设基金	613.39	641.94	627.56
净利润	0.15	0.31	1.96
基建投资	7,948.76	5,601.67	5,185.06
财务指标	2010年	2011年	2012年
资产负债率（%）	57.44	60.63	62.23
总资本化比率（%）	50.69	55.37	57.38
长期资本化比率（%）	48.32	53.81	56.62
速动比率（X）	0.43	0.64	0.67
总债务/EBITDA（X）	8.88	10.06	11.02
EBITDA 利息倍数（X）	6.48	5.23	4.54
主营业务毛利率（%）	17.73	13.55	4.07
EBITDA/运输收入（%）	36.14	38.37	39.01
净资产收益率（%）	0.0011	0.0020	0.0116

注：1、2010~2012年数据来源于公司《审计报告》；

附二：本报告基本财务指标计算公式

主营业务毛利 = 运输收入 - 运输成本（含折旧）

主营业务毛利率 = 主营业务毛利 / 运输收入

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= 利润总额 + 折旧 + 利息

净资产收益率 = 净利润 / 权益合计

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

短期债务 = 短期负债

长期债务 = 长期负债

总债务 = 长期债务 + 短期债务

经营净现金流入 = 净利润 + 折旧 + 税后建设基金

资产负债率 = 负债总额 / 资产合计

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 权益合计)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 权益合计)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / 利息

附三：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

附四：债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
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较小，违约风险很低。
A	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
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：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。