



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2015】261 号

大公国际资信评估有限公司通过对中国铁路总公司及“03 中铁债”、“05 铁道债”、“15 铁道 CP001”的信用状况进行跟踪评级，确定中国铁路总公司的主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持稳定，“03 中铁债”、“05 铁道债”的信用等级维持 AAA，“15 铁道 CP001”的信用等级维持为 A-1。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年六月二十五日



中国铁路总公司主体与相关债项

2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】261 号

主体信用

 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

债项简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
03 中铁债	30	18	AAA	AAA
05 铁道债	50	15	AAA	AAA
15 铁道 CP001	100	1	A-1	A-1

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.3	2014	2013	2012
货币资金	1,697	2,094	1,993	1,681
总资产	56,607	56,099	50,462	44,877
权益合计	19,134	19,344	18,204	16,951
收入合计	2,116	9,949	10,434	9,632
利润总额	78	625	697	692
现金流入总额	2,004	10,132	8,680	8,155
资产负债率(%)	66.20	65.52	63.93	62.23
速动比率(倍)	0.76	0.68	0.66	0.67
营业利润率(%)	4.17	8.57	10.34	12.51
净资产收益率(%)	-0.34	0.03	0.01	0.01

注：财务报表按照企业会计准则、《企业会计制度》和世界银行贷款国家铁路项目协定的要求编制。

评级小组负责人：曹洁
 评级小组成员：曹梦娇
 联系电话：010-51087768
 客服电话：4008-84-4008
 传 真：010-84583355
 Email：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

中国铁路总公司(以下简称“铁路总公司”或“公司”)原为中华人民共和国铁道部(以下简称“原铁道部”),主要承担原铁道部的企业职责,负责铁路运输统一调度指挥,铁路客货运输,专运、特运任务以及铁路建设等。评级结果反映了我国铁路运输面临良好的发展环境,铁路运输能力进一步增强等有利因素;同时也反映了公司负债规模继续上升,2014 年货运水平有所下滑、盈利能力受到制约等不利因素。铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

综合分析,大公对公司“03 中铁债”、“05 铁道债”信用等级维持 AAA、“15 铁道 CP001”信用等级维持 A-1,主体信用等级维持 AAA,评级展望维持稳定。

有利因素

- 铁路运输是国民经济的基础行业,是我国交通运输综合体系中的重要组成部分,仍面临良好的发展环境;
- 区域一体化政策使铁路建设未来将保持较大规模,铁路路网结构不断完善使得公司运输能力将进一步增强;
- 铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

不利因素

- 随着对铁路建设的持续投资,公司资产负债率进一步上升,负债总额不断增长,有息负债占比较高;
- 2014 年公司货运量下滑,营业收入有所下降,公司盈利能力受成本上涨等因素制约。



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据大公承做的中国铁路总公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

铁路总公司是主管全国铁路工作的国务院组成部门，其前身是1949年1月成立的中国人民革命军事委员会铁道部；1954年9月更名为中华人民共和国铁道部；1970年7月，与交通部、邮电部合并为交通部；1975年恢复成立。截至2014年末，公司注册资本为10,360亿元，实际控制人为中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）。

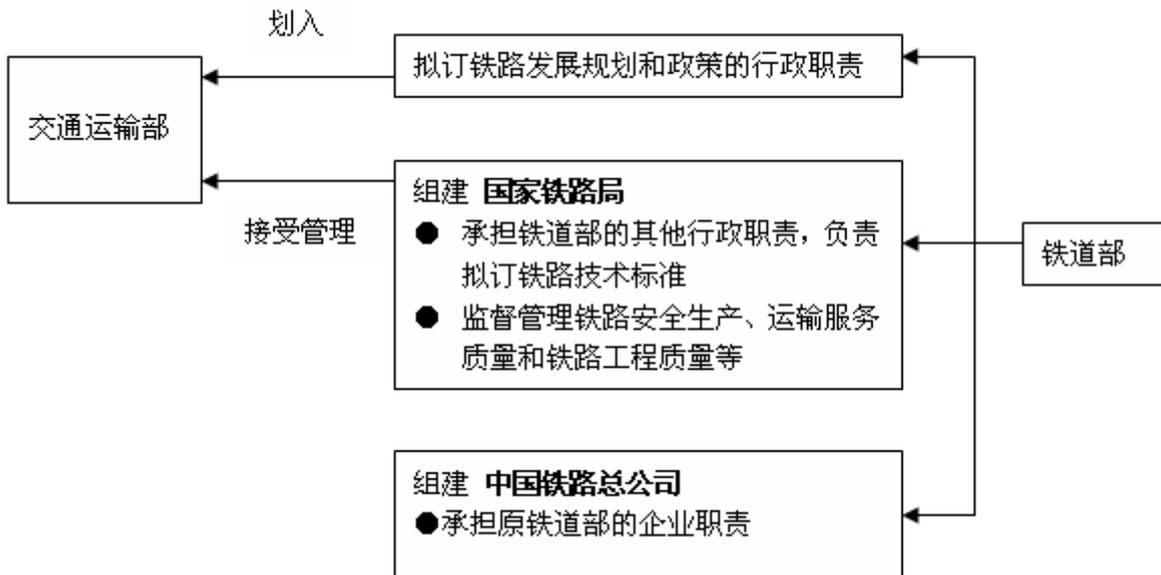


图1 组建中国铁路总公司实行铁路政企分开的议案

数据来源：根据公开资料整理

2013年3月15日，第十二届全国人民代表大会第一次会议审议通过《国务院机构改革和职能转变方案》，决定实行铁路政企分开，不再保留原铁道部，组建铁路总公司。自组建之日起，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）及其他有关合同、协议项下的权力、义务，以及相应的债权债务关系和法律责任。

根据国务院向交通运输部、财政部、国家铁路局印发的《关于组建中国铁路总公司有关问题的批复》（以下简称“《批复》”）（国函【2013】47号），同意将原铁道部相关资产、负债和人员划入铁路总公司，将原



铁道部所属 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。中国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，用于公司再投入和结构调整。

大公承做的中国铁路总公司存续债券共计 3 期（详见表 1）。

表 1 目前大公承做的中国铁路总公司存续期债券及募集资金概况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途
03 中铁债	30 亿元	2003. 08. 25~2021. 08. 25	项目建设
05 铁道债	50 亿元	2005. 07. 29~2020. 07. 29	项目建设
15 铁道 CP001	100 亿元	2015. 04. 27~2016. 04. 27	铁路建设、机车车辆购置和运营资金周转

宏观经济和政策环境

近年来我国经济保持平稳运行，但经济增速逐步回落，未来短期内我国经济有望继续保持平稳发展但下行压力仍较大，长期来看经济运行面临较多的风险因素

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。按照可比价格计算，2012~2014 年，我国 GDP 同比增速分别为 7.8%、7.7%和 7.4%，增速逐年放缓。经济增长的放缓制约财政收支规模的扩大，近年来我国财政收入同比增速持续收窄，2014 年公共财政预算收入增速仅为 8.6%，政府性基金收入仅为 3.5%。2015 年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP 同比增速为 7.0%，较上年同期下降 0.4 个百分点；全国公共财政预算收入 3.64 万亿元，同比增长 3.90%；政府性基金预算收入为 0.87 万亿元，同比下降 33.30%。针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大货币政策领域的定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，推动自贸区等领域的发展，在基础设施建设和房地产开发领域加大投资力度。预计未来短期内，我国经济将继续保持平稳运行但经济下行压力增大，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。



行业及区域经济环境

铁路运输是国民经济的基础行业，是我国交通运输综合体系中的重要组成部分，仍面临良好的发展环境；2014 年以来，铁路货运运输增速有所下降，但从长期来看，铁路运输需求将进一步增长

交通运输是社会生产、流通、分配、消费各环节正常运转和协调发展的先决条件，是国民经济发展的基础。铁路运输作为我国交通运输综合体系的重要组成部分，在国民经济中占据重要地位，是国民经济的先行产业。铁路作为国家运输动脉，不仅承担旅客输送任务，更兼有电煤、粮食等民生物资的运输职能。从行业特性来看，铁路行业具有稳定性、抗经济波动性等特点，且我国铁路运输具有一定的自然垄断性和国有体制垄断性，从长期来看，铁路运输地位将进一步增高，运输需求将持续增长。

表 2 2014 年交通行业运输指标比较（单位：%）

运输指标		旅客运输量 (亿人)	旅客运输周转量 (亿人公里)	货物运输量 (亿吨)	货物运输周转量 (亿吨公里)
数额合计		220.70	29,994.20	439.10	184,619.20
铁路	数额	23.60	11,604.80	38.10	27,530.20
	增长率	11.90	9.50	-3.90	-5.60
	占比	10.69	38.69	8.68	14.91
公路	数额	190.50	11,981.70	334.30	61,139.10
	增长率	2.80	6.50	8.70	9.70
	占比	86.32	39.95	76.13	33.12
水运	数额	2.60	74.40	59.60	186.10
	增长率	12.30	8.90	6.40	9.30
	占比	1.18	0.25	13.57	0.10
民航	数额	3.90	6,333.30	0.06	3,882.70
	增长率	10.60	12.00	5.70	10.90
	占比	1.77	21.12	0.01	2.10

数据来源：中国 2014 年国民经济和社会发展统计公报

随着列车运营图的不断调整，加之高铁自投入运营后，以其安全、舒适和快捷的特点，使得高速网络的客运量稳步增长，2014 年铁路行业客运量和客运周转量增长迅速；但受到宏观经济下行的影响，2014 年铁路货运量和货运周转量同比有所下滑。2014 年 2 月 15 日，根据发改价格【2014】210 号文件，铁路货物运价由政府定价改为政府指导价，国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1.5 分钱，即由 13.01 分钱提高到 14.51 分钱。2015 年 1 月 29 日，根据发改价格【2015】183 号文件，国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1 分钱，即由 14.51 分钱提高到 15.51 分钱，并作为基准价允许上浮不超过 10%。铁



路运价率持续提高将有助于铁路运输盈利能力持续增强，政府指导价的形成有利于建立铁路运输价格动态调整机制，从而推进运价市场化。

预计未来，铁路运输将有望建立相对市场化的运价体系，未来货运价格将有望继续提升；同时逐渐加速的运能释放可使干线货运能力大幅提升，为货运市场化改革创造空间，进一步提升铁路运输企业的市场竞争力和盈利能力。

2014 年以来，我国铁路建设不断发展，铁路运输能力得到提升，路网结构进一步优化

在铁路运输需求较快增长的同时，全国铁路运能始终处于较为紧张的状况，主要干线的运能利用基本处于饱和状态。2008 年 10 月，《中长期铁路网规划（2008 年调整）》经国务院批准，在原“四纵四横”客运专线基础骨架上，进一步延伸并扩大客运专线覆盖面，将 2020 年全国铁路营业里程规划目标由 10 万公里调整为 12 万公里以上。其中客运专线及城际铁路建设目标由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里以上，规划建设新线由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里，增建二线建设规模由 1.3 万公里调整为 1.9 万公里，既有线电气化建设规模由 1.6 万公里调整为 2.5 万公里。我国铁路的复线率、电气化率将分别提高到 50%和 60%，使铁路网技术结构更趋合理。

2014 年，全国铁路固定资产投资完成 8,088 亿元，其中，铁路建设投资 6,623 亿元，同比增长 12.6%；机车车辆购置投资 1,465 亿元，同比增长 22.2%，投资规模快速增长。由于近几年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大补充，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。2014 年，全国共投产新线 8,427 公里，其中高速铁路 5,491 公里。截至 2014 年底，高铁运营里程达 1.6 万公里。

综合来看，2014 年以来，我国铁路建设不断发展，铁路运输能力得到提升，路网结构进一步优化。预计未来，我国将继续保持一定规模的铁路基本建设投资，发展高速铁路，推进区际干线、煤运通道、西部铁路等建设，完善路网布局，加快形成发达完善铁路网。

经营与竞争

2014 年，公司收入规模和毛利率有所下降，运输收入仍是公司收入的主要来源

公司收入主要包括运输收入和其他收入，2014 年及 2015 年 1~3 月，运输收入占总收入的比重分别为 59.51%和 69.09%。公司运输收入来自货运、客运及其他运输，同期，货运收入在运输收入中占比分别为 53.07%和 50.34%，仍是公司运输收入中重要的来源。

2014 年以来，受宏观经济持续低迷影响，煤炭、钢铁等铁路下游产业产能过剩，结构性问题突出，致使公司货运需求增长动力不足，



客货运收入进一步分化，客运需求保持较快增长，货运需求持续低迷。同时，2014年铁路运输业开始实行“营改增”，运输收入核算口径发生变化，增值税从运输收入中剥离出来，导致公司运输收入减少。

2014年公司实现收入9,949亿元，同比下降4.65%，其中，运输收入5,920亿元，同比下降2.44%。货运收入仍为运输收入的主要来源，同比下降5.65%，客运收入2,127亿元，同比增长1.97%。

2015年1~3月，公司实现收入2,116亿元，同比下降7.80%，其中运输收入1,462亿元，同比增加3.39%，货运收入736亿元，同比下降3.79%，货运收入占运输收入比重为50.34%，仍是公司运输收入的主要来源。

表3 2012~2014年及2015年1~3月铁路总公司收入及利润构成（单位：亿元、%）

项目	2015年1~3月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收入合计	2,116	100.00	9,949	100.00	10,434	100.00	9,632	100.00
运输业务	1,462	69.09	5,920	59.51	6,068	58.16	5,309	55.12
货运	736	34.79	3,142	31.58	3,330	31.91	3,000	31.15
客运	581	27.46	2,127	21.38	2,086	19.99	1,771	18.39
其他运输	145	6.85	651	6.54	652	6.25	538	5.59
其他业务	654	30.91	4,028	40.49	4,366	41.84	4,324	44.89
毛利润合计	75	100.00	589	100.00	895	100.00	910	100.00
运输业务	-100	-134.67	-613	-104.08	91	10.23	216	23.71
其他业务	176	234.67	1,200	204.08	803	89.77	695	76.29
毛利率	3.54		5.91		8.58		9.46	
运输业务	-6.84		-10.35		1.50		4.07	
其他业务	26.91		29.79		18.39		16.07	

数据来源：2012~2014年度及2015年1~3月公司审计报告

总的来看，短期货运需求增长动力不足，客运需求随着高铁网络完善将进一步大幅增长，预计未来的1~2年，随着国民经济的回升、经济结构的调整、我国铁路运能的加大以及路网结构的不断完善，未来公司铁路的运输能力进一步加强。

2014年以来，铁路货物运价由政府定价改为政府指导价，运价率继续提高，有利于铁路运输盈利能力增强，但普通客运在价格维持不变、成本上涨等因素的作用下，对公司的盈利能力形成一定限制

铁路运价一直受到政府的控制，《铁路法》第二十五条明确规定，我国铁路运输价格实施以政府定价为主的价格管理体制。在通货膨胀严重、物价上涨时，为稳定价格水平、维护社会稳定，铁路运输不能提价；在通货紧缩时期，为降低成本，减少企业负担，促进生产企业发展，铁路运价亦不能调整。

为弥补因成品油价格调整而增加的铁路运输成本，2003年以来，



国家共上调过 12 次国家铁路货物统一运价，继 2012 年 5 月国家发改委对铁路货物运价的调整后（发改价格【2012】1358 号），自 2013 年 2 月 20 日起决定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。自 2014 年 2 月 15 日起，铁路货物运价调整，对全路实行统一运价的营业线货物平均运价水平每吨公里提高 1.5 分，但是铁路货物运价总体水平仍然偏低，为适应运输市场发展，进一步推动铁路货运价格市场化，积极引导社会资本投入，加快推进铁路建设，最近一次于 2015 年 1 月 29 日对国家铁路货物运价进行调整（发改价格【2015】183 号），国家发展和改革委员会决定从 2015 年 2 月 1 日起实行，其中运价上浮政策从 2015 年 8 月 1 日实行。国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1 分钱，并建立上下浮动机制，将有利于增强公司的盈利能力。

表 4 2015 年 2 月基价 1¹下铁路货物运价调整情况

类别	运价号	基价 1			
		单位	新标准	调整前	上涨率(%)
整车	2	元/吨	9.50	9.10	4.40
	3	元/吨	12.80	11.80	8.47
	4	元/吨	16.30	15.50	5.16
	5	元/吨	18.60	17.30	7.51
	6	元/吨	26.00	24.20	7.44
	机械冷藏车	元/吨	20.00	18.70	6.95
零担	21	元/10 千克	0.220	0.188	17.02
	22	元/10 千克	0.280	0.263	6.46
集装箱	20 英尺箱	元/箱	500.00	449.00	11.36
	40 英尺箱	元/箱	680.00	610.00	11.48

数据来源：国家发展改革委 2015 年 1 月 29 日下发的《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）

自 2003 年以来，铁路货运价格每年调整一次，且上涨幅度逐年扩大。与货运价格相比，普通客运价格已十几年保持不变，1995 年以来，铁路普通客运基准票价率一直没有进行过调整，普通客运硬座基准价为 0.058 元/人公里。但随着“四横四纵”高铁网的建设，铁路客运价格整体水平上涨，高铁客运比率增加，普通客运比率下降。由于近几年生产资料及人工成本均大幅度上涨，铁路普通客运价格未来可能做出调整。

尽管近几年国家发改委不断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，普通客运价格未上调。燃料和电力等主要生产资料价格较大幅度上涨，钢材和水泥等建筑材料价格波动较大，人力成本上升等因素导致铁路运输成本继续提高，成本总体的上

¹ 整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里



涨在一定程度上限制了铁路运输行业的盈利空间，铁路总公司的盈利能力继续受到限制。

表 5 2015 年 2 月基价 2 下铁路货物运价调整情况

类别	运价号	基价 2			
		单位	新标准	调整前	上涨率 (%)
整车	2	元/吨公里	0.086	0.080	7.50
	3	元/吨公里	0.091	0.084	8.33
	4	元/吨公里	0.098	0.089	10.11
	5	元/吨公里	0.103	0.096	7.29
	6	元/吨公里	0.138	0.129	6.98
	7	元/吨公里	0.525	0.483	8.70
	机械冷藏车	元/吨公里	0.140	0.131	6.87
零担	21	元/10 千克公里	0.00111	0.0010	11.00
	22	元/10 千克公里	0.00155	0.0014	10.71
集装箱	20 英尺箱	元/箱	2.025	1.98	2.30
	40 英尺箱	元/箱	2.754	2.70	2.00

数据来源：国家发展改革委 2015 年 1 月 29 日下发的《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）

2014 年以来，公司铁路固定资产投资继续保持较大规模，作为国家重要基础设施，铁路建设将保持有序推进的势头，完善铁路布局，加快形成发达完善铁路网

为完善我国铁路运输网络，提高运输能力，近年来铁路固定资产投资保持较大规模。2014 年全国铁路固定资产投资完成 8,088 亿元，其中，铁路建设投资 6,623 亿元，同比增长 12.6%；全年共投产新线 8,427 公里，其中高速铁路 5,491 公里，2015 年全国铁路固定资产投资总规模为 8,000 亿元以上，其中铁路总公司 7,300 亿元。

表 6 2015 年铁路总公司主要在建铁路项目情况（单位：亿元）

序号	铁路建设项目名称	批准文号	总投资	2015 年计划投资
1	新建北京至沈阳铁路客运专线	发改基础【2013】2612 号	1,245.00	267.00
2	新建合肥至福州铁路	发改基础【2009】3051 号	1,058.40	20.00
3	长沙至昆明铁路客运专线	发改基础【2010】483 号	1,601.40	136.00
4	新建铁路云桂线	发改基础【2009】3053 号	894.81	145.00
5	兰州至重庆铁路	发改基础【2008】2336 号	938.00	66.00
6	成都至贵阳铁路乐山至贵阳段	发改基础【2010】2862 号	744.60	140.00
7	新建石家庄至济南铁路客运专线	发改基础【2010】1919 号	454.73	100.00
8	新建宝鸡至兰州铁路客运专线	发改基础【2011】370 号	631.30	120.00
-	合计	-	7,568.24	994.00



新建北京至沈阳客运专线线路自北京铁路枢纽星火站引出，经北京市顺义区、怀柔区、密云县、河北省承德市、辽宁省朝阳市、阜新市等，沿既有沈山铁路引入沈阳枢纽，分别接入既有沈阳站、沈阳北站。正线全长 698 公里，其中新建正线 692 公里，利用既有线 6 公里。全线新建北京星火、顺义西、怀柔南、密云东、兴隆西、承德南、平泉北、牛河梁、喀左、朝阳北、北票车、阜新北、黑山北、新民北、古城子、沈阳等车站。项目已投资金额及未来投资安排按照铁路“十二五”规划执行，项目资本金按照国家相关规定执行，项目预计 2019 年完工。

沪昆铁路客运专线长沙至昆明段全长 1,159 公里，工程建设还包括贵阳枢纽、昆明枢纽配套建设相关联络线和动车组检修整备设施。通道单行客运年运输能力为 6,000 万人，货运年运输能力 0.9 亿吨以上。长沙至昆明客车全程运行时间将由 22.8 小时缩至 4 小时以内。项目已投资金额及未来投资安排按照铁路“十二五”规划执行，项目资本金按照国家相关规定执行，项目预计 2016 年全部完工。

公司治理与管理

2013 年 3 月，根据国务院机构改革和职能转变方案，实行铁路政企分开。将原铁道部拟定铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部；方案提出组建国家铁路局，由交通运输部管理，承担原铁道部的其他行政职责；组建中国铁路总公司，承担原铁道部的企业职责；不再保留原铁道部。2013 年 3 月 14 日，《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）正式批准组建中国铁路总公司。

《批复》原则同意《中国铁路总公司组建方案》和《中国铁路总公司章程》。铁路总公司以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营。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。公司依照《中华人民共和国全民所有制工业企业法》及公司章程制定总经理办公会议事规则，规范了重大经营决策制定程序，形成了较为完善的法人治理结构。未来公司将继续深化铁路企业改革，按照建立现代企业制度的要求，推进体制机制创新，逐步建立完善的公司法人治理结构。

铁路改革有利于提升铁路总公司的管理效能和运输效率，从而推进铁路运输企业建立现代企业制度、健全激励约束机制。与此同时，原铁道部运营时间长，下属铁路局较多，铁路政企后续改革涉及面广，改革过程繁杂，仍需一定的时间，后续改革的进展对公司的经营产生一定不确定性。



财务分析

公司 2014 年度及 2015 年 1~3 月财务报表来自中国货币网，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年年度及 2015 年一季度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；铁路总公司财务报表按照企业会计准则、《企业会计制度》和世界银行贷款国家铁路项目协定的要求编制。

资产质量

随着铁路建设有序推进，2014 年以来铁路总公司资产规模继续上升，资产仍以固定资产和在建工程为主；预计未来资产仍将随着铁路建设的有序推进保持增长

2014 年以来，随着我国铁路建设项目完工，公司固定资产规模保持增加，在建工程规模有所下降，以固定资产和在建工程为主的总资产保持增长，2014 年末公司总资产规模为 56,099 亿元，同比增加 11.17%；截至 2015 年 3 月末，公司总资产规模为 56,607 亿元，较 2014 年末增长 0.91%。

截至 2015 年 3 月末，公司流动资产构成中货币资金为 1,697 亿元，在流动资产中占比为 32.99%；应收款为 2,640 亿元，在流动资产中占比为 51.32%，其中包括应收账款 565 亿元，其他应收款 2,076 亿元；存货为 806 亿元，在流动资产中的占比为 15.67%。

表 7 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	5,144	9.09	5,239	9.34	4,867	9.64	4,621	10.30
长期投资	801	1.42	785	1.40	635	1.26	459	1.02
固定资产净值	35,471	62.66	37,269	66.43	29,665	58.79	25,373	56.54
在建工程	12,055	21.30	12,468	22.23	14,966	29.66	14,079	31.37
其他	3,136	5.54	338	0.60	329	0.65	345	0.77
总资产	56,607	100.00	56,099	100.00	50,462	100.00	44,877	100.00

总体来看，随着铁路建设的推进，2014 年以来公司资产规模继续上升。预计未来，随着铁路建设投入的不断加大，公司资产将保持增长。

资本结构

随着对铁路建设持续投资，2014 年以来铁路总公司负债总额继续扩大，资产负债率上升；有息债务规模不断增长，在总负债中占比仍较高

随着铁道建设的持续推进，债务融资规模的上升，2014 年以来公



司总体负债规模继续扩大，负债结构也有所调整，主要是由于建设项目每年保持一定规模，长期负债占比逐年提高。

公司流动负债由应付款和短期负债构成，长期负债主要是公司用于基本建设支出的国内、国外长期借款。2014年末及2015年3月末，公司的资产负债率分别为65.52%和66.20%，比率有所上升。

2014年末及2015年3月末，公司权益合计分别为19,344亿元和19,134亿元。

表8 2012~2014年末及2015年3月末公司负债构成（单位：亿元、%）

项目	2015年3月末		2014年末		2013年末		2012年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
非有息负债合计	4,947	13.20	5,605	15.25	5,525	17.13	5,103	18.27
有息负债合计	32,526	86.80	31,151	84.75	26,734	82.87	22,823	81.73
短期负债	757	2.02	871	2.37	694	2.15	696	2.49
长期负债	31,768	84.78	30,281	82.38	26,041	80.72	22,127	79.23
总负债	37,473	100.00	36,756	100.00	32,259	100.00	27,926	100.00

总体来看，未来铁路建设仍将保持一定规模，公司的债务融资需求较大，公司负债规模将继续增长。

盈利能力

2014年以来，受货运量下滑及成本支出增加等诸多因素影响，公司盈利能力有所下降

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，公司近年来整体收入水平较高，但受宏观经济持续低迷影响，货运需求疲软，并且2014年铁路运输业实行“营改增”，运输收入核算口径发生变化，增值税从运输收入中剥离出来等综合原因，导致公司运输收入减少；2014年公司实现收入合计9,949亿元，同比下降4.65%，其中运输收入5,920亿元，同比下降2.43%。

表9 2012~2014年及2015年1~3月公司营业收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015年1~3月	2014年	2013年	2012年
收入合计	2,116	9,949	10,434	9,632
成本合计	2,041	9,360	9,539	8,722
营业利润	61	507	627	664
利润总额	78	625	697	692
减：税后建设基金	122	547	627	628
税前利润	-44	78	70	64
所得税	21	72	68	62
税后利润	-64.61	6.36	2.57	1.96
总资产报酬率	0.62	2.24	2.44	2.56
净资产收益率	-0.34	0.03	0.01	0.01



2015年1~3月,公司实现收入总额为2,116亿元,同比下降7.80%,其中运输收入占比69.09%,仍是公司收入的主要来源。

公司运输收入结构仍以货运为主,2014年公司完成货运收入3,142亿元,占比运输收入53.08%,同比下降5.65%,主要受目前铁路货运价格偏低影响,虽然2003年以来国家持续上调铁路货运价格,但始终维持较低水平;2014年客运收入2,127亿元,同比增长1.95%。2015年1~3月,公司完成货运收入为735.81亿元,同比下降3.88%,客运收入581.09亿元,同比增加18.46%。

近年来全国柴油、钢材等燃料及原材料价格有所上涨,以及国家上调电价,铁路运输成本以及基础建设成本压力有所增大,随着铁路运营成本不断升高,未来公司货运价格仍会继续上调,有利于公司运输收入的增长;2014年及2015年1~3月,公司运输成本分别为6,533亿元和1,562亿元,分别占当期运输收入的110.35%和106.84%,运输成本的增加仍是制约公司盈利能力提高的主要因素。

受成本压力增大影响,公司的整体盈利能力继续下降。2014年及2015年1~3月,公司营业利润率分别为8.57%和4.17%,总资产报酬率分别为2.24%和0.62%。

综合来看,2014年以来公司运输收入小幅下降,成本支出等因素仍制约了公司盈利能力的提升。

现金流

公司融资能力很强,2014年以来,持续稳定的现金流对债务偿还仍具有很强的保障能力

公司现金流入的来源主要为客货运收入、税后建设基金和国内外融资借款。铁路总公司国内融资主要来自国家开发银行贷款和其他金融机构借款以及债券市场融资,国外融资主要来自亚行、世界银行及其他国家的政府借款。

2014年及2015年1~3月,公司资金来源合计分别为10,132亿元和2,004亿元,其中通过国内外借款取得的资金分别为5,628亿元和1,100亿元,扣除营业税后的建设基金分别为564亿元和126亿元。同期,公司资金流出分别为10,031亿元和2,401亿元,主要用于基建投资、还本付息、设备更新和上缴政府等。2014年及2015年1~3月,公司还本付息资金分别为3,302亿元和709亿元。

2014年,公司经营性净现金流²为1,791亿元,同比增加4.74%;经营性净现金流/流动负债为28.23%;经营性净现金流/总负债为5.19%;经营性净现金流利息保障倍数为2.84倍,2014年经营性净现金流对债务的保障能力虽然继续下降,但仍然具有很强的保障能力。

综合来看,2014年以来公司现金流获取能力仍很强,经营性净现金流对债务仍然具有很强的保障能力。

² 经营性净现金流=税后利润+扣除营业税后的建设基金+折旧



偿债能力

综合分析，随着铁路建设项目融资需求的增加，2014年以来公司负债规模继续扩大。2014年铁路新线的建设和投入运营也使铁路总公司资产规模继续上升，资产仍以固定资产和在建工程为主。公司资产负债率仍较高，公司营业收入主要来自运输收入，受铁路运营价格由国家统一制定影响，铁路货运价格处于较低水平，但近年来铁路货运价格多次上调，以及2014年开始，铁路货物运价由政府定价改为政府指导价，运价率有望持续提高，有利于公司收入的提升；由于生产材料、人工成本上涨等因素，公司运输收入盈利能力继续受到制约。公司融资能力很强，持续稳定的现金流对债务偿还仍具有极强的保障能力。此外，铁路运输作为国民经济的基础行业，是我国交通运输综合体系中的重要组成部分，国家对公司提供财政补贴、税收优惠，明确铁路建设债券为政府支持债券等有力支持。预计未来，随着客货运量的增长，公司收入水平同步增加。综合来看，公司仍具有极强的偿债能力。

表 10 2012~2014 年及 2015 年 3 月公司偿债指标情况（单位：%）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
资产负债率	66.20	65.52	63.93	62.23
流动比率（倍）	0.90	0.81	0.78	0.80
速动比率（倍）	0.76	0.68	0.66	0.67
债务资本比率	62.96	61.69	59.49	57.38
经营性净现金流/流动负债	5.61	28.23	28.46	26.94
经营性净现金流/总负债	0.92	5.19	5.68	6.04
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.24	2.84	3.19	3.44
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.28	3.93	4.28	4.54

债务履约情况

截至 2015 年 4 月 15 日，公司未提供中国人民银行企业基本信用信息报告，公司及下属企业已公开发行尚未到期的债务融资总计为 10,715 亿元，其中：中国铁路建设债券合计金额为 9,085 亿元、公司债券 50 亿元、中期票据合计金额为 1,450 亿元、短期融资券 25 亿元、超短期融资券合计金额 105 亿元，截至本报告出具日，公司“03 中铁债”和“05 铁道债”已按期付息，未到还本日，“15 铁道 CP001”未到还本付息日。



担保分析

铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用

铁路建设基金是经国务院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，同时也是铁路融资担保的重要手段。1996 年，财政部印发《铁路建设基金管理办法》（财工字【1996】371 号），铁路建设基金纳入政府性基金预算管理，主要用于国家计划内的大中型铁路建设项目以及与建设有关的支出，包括铁路基本建设项目投资、与建设有关的还本付息等。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。随着铁路建设和通行量的增加，铁路建设基金始终保持较大规模，为我国铁路基础建设资金来源提供了强有力的保障。2014 年，税后铁路建设基金为 546.82 亿元。

铁路总公司自 2013 年组建后，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。2014 年 1 月 29 日，财政部与国家税务总局发布《关于 2014、2015 年铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》（财税【2014】2 号），明确对企业持有 2014 年和 2015 年发行的中国铁路建设债券取得利息收入，减半征收企业所得税；同时，国家发展和改革委员会明确原铁道部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券，为铁路建设有序推进提供了政策支持。

总体而言，铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

结论

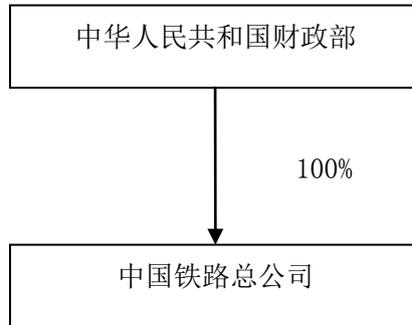
铁路运输是国民经济的基础行业，是我国交通运输综合体系中的重要组成部分。国家铁路在我国铁路运输中处于主导地位，铁路总公司主要承担原铁道部的企业职责，负责铁路运输统一调度指挥，铁路客货运输，承担专运、特运任务以及铁路建设等职责。2014 年以来铁路运输仍面临良好的发展环境，铁路固定资产投资仍保持较大规模，随着铁路建设的有序推进，我国铁路路网结构不断完善，铁路的运输能力进一步增强。2014 年，铁路总公司客运数量持续增加，受宏观经济持续低迷等因素影响，货运数量小幅下降，运输收入有所下降，但仍保持较高水平。同时，随着对铁路建设的持续投资，公司负债总额继续增长，资产负债率和有息负债占比均有所上升。铁路运价整体水平不高，在成本上涨等因素的影响下，公司的盈利能力仍受到一定限制。铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不



可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

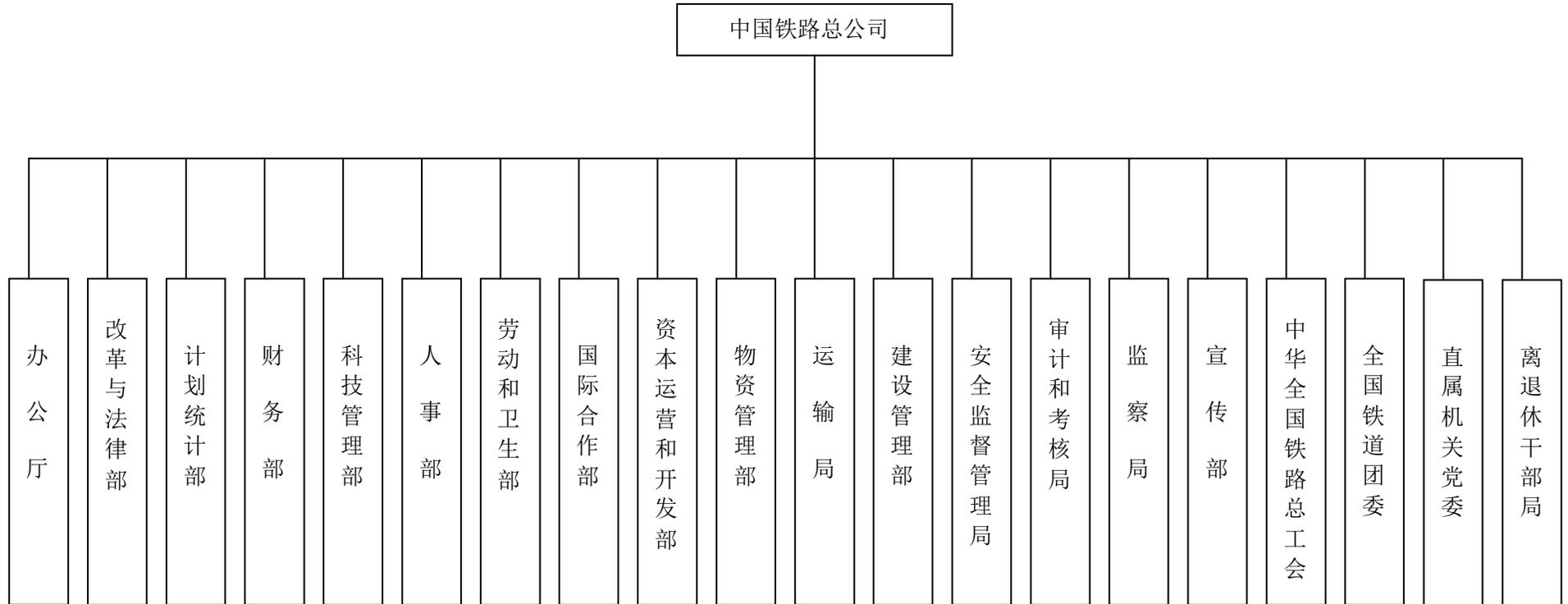
综合分析，大公对公司“03 中铁债”、“05 铁道债”信用等级维持 AAA，“15 铁道 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2015 年 3 月末中国铁路总公司股权结构图



附件 2

截至 2015 年 3 月末中国铁路总公司组织结构图



附件 3 中国铁路总公司主要财务指标

单位：亿元

年 份	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	1,697	2,094	1,993	1,681
存货	806	799	761	729
应收款	2,640	2,339	2,106	2,204
流动资产合计	5,144	5,239	4,867	4,621
长期投资	801	785	635	459
固定资产净值	35,471	37,269	29,665	25,373
在建工程	12,055	12,468	14,966	14,079
资产总计	56,607	56,099	50,462	44,877
占资产总额比 (%)				
货币资金	3.00	3.73	3.95	3.75
存货	1.42	1.42	1.51	1.62
应收款	4.66	4.17	4.17	4.91
流动资产合计	9.09	9.34	9.64	10.30
长期投资	1.42	1.40	1.26	1.02
固定资产净值	62.66	66.43	58.79	56.54
在建工程	21.30	22.23	29.66	31.37
负债类				
短期负债	757	871	694	696
应付款	4,947	5,604	5,524	5,102
流动负债合计	5,705	6,475	6,218	5,799
国内借款	30,669	29,510	25,284	21,299
世行借款	78	77	58	52
日元借款	37	39	52	76
其他借款	984	654	647	700
长期负债合计	31,768	30,281	26,041	22,127
负债合计	37,473	36,756	32,259	27,926
占负债总额比 (%)				
短期负债	2.02	2.37	2.15	2.49
应付款	13.20	15.25	17.12	18.27
流动负债合计	15.22	17.62	19.27	20.77
国内借款	81.84	80.29	78.38	76.27
其他借款	2.63	1.78	2.00	2.51
长期负债合计	84.78	82.38	80.73	79.23



附件 4 中国铁路总公司主要财务指标（续表 1）

单位：亿元

年 份	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
权益类				
资本金	19,080	19,294	18,186	16,939
资本公积	858	803	727	706
盈余公积	34	248	234	231
未分配利润	-837	-1,001	-943	-924
权益合计	19,134	19,344	18,204	16,951
损益类				
货运	736	3,142	3,330	3,000
客运	581	2,127	2,086	1,771
其他运输收入	145	651	652	538
运输收入合计	1,462	5,920	6,068	5,309
其他收入	654	4,028	4,366	4,324
收入合计	2,116	9,949	10,434	9,632
不含折旧的运输成本	1,289	5,311	4,915	4,170
折旧	274	1,222	1,061	923
运输成本合计	1,562	6,533	5,977	5,093
其他成本	478	2,828	3,563	3,629
成本合计	2,041	9,360	9,539	8,722
营业利润	61	507	627	664
利润总额	78	625	697	692
减：税后建设基金	122	547	627	628
税前利润	-44	78	70	64
所得税	21	72	68	62
税后利润	-65	6	3	2
工作比（%）	88	90	81	79
营业比（%）	107	110	98	96
现金流类				
经营性净现金流	342	1,791	1,710	1,572
基建投资	1,631	6,258	5,904	5,829



附件 5 中国铁路总公司主要财务指标（续表 2）

单位：亿元

年份	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
财务指标				
EBIT	353	1,255	1,232	1,148
EBITDA	627	2,477	2,294	2,071
营业利润率（%）	4.17	8.57	10.34	12.51
总资产报酬率（%）	0.62	2.24	2.44	2.56
净资产收益率（%）	-0.34	0.03	0.01	0.01
资产负债率（%）	66.20	65.52	63.93	62.23
债务资本比率（%）	62.96	61.69	59.49	57.38
长期资产适合率（%）	98.91	97.57	97.04	97.07
流动比率（倍）	0.90	0.81	0.78	0.80
速动比率（倍）	0.76	0.68	0.66	0.67
保守速动比率（倍）	0.30	0.32	0.32	0.29
存货周转天数（全年按 360 天）	46.24	42.99	44.88	47.35
应收账款周转天数（全年按 360 天）	153.29	135.13	127.86	134.63
经营性净现金流/流动负债（%）	5.61	28.23	28.46	26.94
经营性净现金流/总负债（%）	0.92	5.19	5.68	6.04
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.24	2.84	3.19	3.44
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.29	1.99	2.30	2.52
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.28	3.93	4.28	4.54
现金比率（%）	29.75	32.35	32.06	28.99

附件 6 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数³ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁴ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支}$

³ 一季度取 90 天。

⁴ 一季度取 90 天。



出+资本化利息)

23. 经营性净现金流利息保障倍数(倍) = 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)
24. 担保比率(%) = 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债(%) = 经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债) /2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债(%) = 经营性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额) /2]×100%

附件 7 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。



附件 8 短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。