

信用等级通知书

信评委函字[2018]1224D 号

中国铁路总公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2018年第十二期中国铁路建设债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为AAA。

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

二零一八年八月十五日



2018年第十二期中国铁路建设债券信用评级报告

发行主体	中国铁路总公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债项信用等级	AAA
发行规模	200 亿元
发行期限	5 年期（100 亿元）和 10 年期（100 亿元）
债券担保	铁路建设基金
担保方式	不可撤销的连带责任保证担保
发行目的	铁路项目建设

概况数据

中国铁路总公司	2015	2016	2017
资产合计（亿元）	62,458.70	72,512.61	76,483.87
权益合计（亿元）	21,507.25	25,359.17	26,605.37
长期债务（亿元）	33,885.26	39,507.38	41,886.78
总债务（亿元）	35,100.84	40,884.25	43,542.14
运输收入（亿元）	5,837.41	5,928.36	6,942.54
EBITDA（亿元）	2,414.38	2,377.07	2,728.89
EBITDA 利息倍数（X）	3.10	3.16	3.59
总债务/EBITDA（X）	14.54	17.20	15.96
资产负债率（%）	65.57	65.03	65.21
总资本化比率（%）	62.01	61.72	62.07

注：1.2015 年~2017 年数据来源于中国铁路总公司各期年度报告；2.EBITDA 均含铁路建设基金。

分析师

项目负责人：袁雨晴 yqyuan@ccxi.com.cn
项目组成员：何川 che@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2018 年 8 月 15 日

基本观点

中诚信国际评定中国铁路总公司（以下简称“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“2018 年第十二期中国铁路建设债券”债项信用等级为 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货运易受经济周期影响、当前铁路建设资本支出规模较大、债务规模持续上升以及公司市场化改革和公司制改革推进等因素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提供不可撤销的连带责任保证担保对本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。中国铁路“十三五”规划及《中长期铁路网规划》对铁路建设步伐的延续，使铁路行业在中长期内仍继续保持较快发展的趋势。
- 随着我国国民经济增长，大运量、中长途跨区域旅客运输需求大幅上升，铁路客运已上升至我国主要运输方式周转量第一位，城际客运市场需求潜力巨大，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、路网结构的不断优化以及公路治超等政策利好，铁路竞争实力将进一步增强。
- 公司资产规模大、资金调配能力很强、现金流稳定，强有力的政策支持为债务偿还提供了有力支撑。
- 存续期内的铁路建设债券由铁路建设基金提供担保，为铁路建设债券偿还提供了有效保障。

关注

- 根据发展规划，未来铁路建设仍将保持较大规模，公司仍存在一定资本支出压力，债务规模持续上升。
- 货运发送量和周转量易受经济周期和政策因素影响，公司货运业务收入存在波动。
- 持续关注公司作为市场化运作主体，从传统运输生产型企业向现代运输经营型企业转型的进展情况。

概况

发债主体概况

中国铁路总公司是依据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》设立的国有独资企业，由财政部代表国务院履行出资人职责，交通运输部、国家铁路局依法对公司进行行业监管。公司主要承担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，经国务院批准并在国家工商行政管理部门登记注册，具有独立的企业法人资格。2013年初铁路改革，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。中国铁路总公司为国家授权投资机构和控股公司，财务关系在财政部单列。中国铁路总公司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。

截至 2017 年底，公司资产总额为 76,483.87 亿元，权益合计为 26,605.37 亿元，资产负债率为 65.21%。2017 年，公司实现总收入 10,145.49 亿元，税后铁路建设基金 483.26 亿元，净利润为 18.19 亿元。

本债券概况

本债券以银行间债券市场债券发行系统招标的方式，通过承销团成员设置的发行网点向机构投资者（国家法律、法规另有规定除外）公开发行。

发行规模

发行总规模为 200 亿元，分为 5 年期和 10 年期两个品种，其中 5 年期品种的发行规模为 100 亿元，10 年期品种的发行规模为 100 亿元。

债券利率

本债券采用固定利率方式。固定利率债券的票面年利率以 Shibor 基准利率为基础加上基本利差，最终通过全国银行间债券市场债券发行系统招标。

还本付息方式

本债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。自发行首日开始计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

债券担保

本债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。

募投项目概况

本期债券发行募集资金将用于铁路项目建设。上述资金的使用，将有利于扩大铁路运输能力，增强铁路可持续发展能力。

表 1：2018 年第十二期中国铁路建设债券募集资金使用安排（亿元）

序号	铁路建设项目名称	批准文号	总投资	截至本期债券发行前累计使用债券金额	本期债券拟使用债券金额
1	哈尔滨站改造工程	铁总统计统函〔2015〕540 号	65.37	14.50	3.00
2	牡丹江至佳木斯铁路	发改基础〔2016〕2053 号	385.60	36.20	1.00
3	哈尔滨至牡丹江铁路客运专线	发改基础〔2014〕2538 号	356.40	46.50	14.30
4	四平至齐齐哈尔铁路郑家屯至榆树站电气化改造	铁总统计统函〔2015〕704 号	47.17	25.44	2.00
5	通辽至让湖路铁路电气化改造	铁总统计统函〔2015〕1048 号	47.50	24.60	1.90
6	叶柏寿至赤峰铁路扩能改造工程	铁总统计统函〔2015〕1047 号	25.86	12.33	0.67
7	京通铁路朝阳地至通辽段电气化改造工程	铁总统计统函〔2015〕1077 号	46.87	12.40	5.65
8	北京至张家口铁路(含八达岭越岭段)	发改基础〔2015〕2135 号	584.10	16.00	4.00
9	郑州至万州铁路	发改基础〔2015〕1952 号	1,180.42	107.89	1.00
10	商丘至合肥至杭州铁路	发改基础〔2015〕948 号	960.80	116.32	18.40
11	郑州至周口至阜阳铁路	发改基础〔2015〕2465 号	427.20	71.23	10.55

12	黄冈至黄梅铁路	铁总计统函（2017）778号	176.60	0.20	1.70
13	银川至西安铁路	发改基础（2014）2243号	708.50	66.06	1.50
14	阳平关至安康铁路增建第二线	发改基础（2014）2220号	187.70	47.10	7.00
15	青岛至连云港铁路	发改基础（2014）292号	237.70	53.13	7.00
16	杭州至黄山铁路	发改基础（2014）132号	365.50	118.00	0.44
17	连云港至镇江铁路	发改基础（2014）2227号	464.62	40.00	7.00
18	徐州至淮安至盐城铁路	发改基础（2015）1953号	428.25	53.30	4.50
19	连云港至盐城铁路	发改基础（2010）1681号	259.84	74.50	0.50
20	皖赣铁路芜湖至宁国段扩能改造	铁计函（2010）275号	128.04	39.88	2.20
21	宁启铁路南通至启东段	铁总计统函（2014）1239号	65.00	27.10	1.50
22	衢州至宁德铁路	发改基础（2014）2228号	304.85	38.20	3.90
23	符夹铁路符离集至新河段扩能	铁总计统函（2014）1338号	36.40	12.07	0.65
24	阜阳北站扩能改造	铁总计统函（2015）680号	25.20	3.20	1.00
25	上海至南通铁路（南通至安亭段）	发改基础（2012）3970号	346.58	21.10	1.00
26	盐城至南通铁路	发改基础（2017）1840号	262.80	4.00	4.50
27	连云港至徐州铁路	发改基础（2016）1979号	281.70	25.86	0.29
28	南昌至赣州铁路客运专线	发改基础（2014）2247号	532.50	13.00	16.00
29	福州至厦门铁路客运专线	铁总计统函（2016）882号	530.40	7.50	4.00
30	赣州至深圳铁路	发改基础（2016）2128号	641.30	34.25	4.00
31	广州枢纽东北货车外绕线	铁总计统函（2014）1854号	160.90	23.10	3.40
32	怀化至邵阳至衡阳铁路	发改基础（2013）2613号	324.30	80.00	1.50
33	黔江至张家界至常德铁路	发改基础（2014）2218号	384.40	54.00	9.40
34	渝怀铁路梅江至怀化段增建第二线	发改基础（2015）2193号	185.52	11.00	7.00
35	广州至汕尾铁路	铁总计统函（2017）265号	432.10	0.90	0.90
36	云桂铁路	发改基础（2009）3053号	894.81	123.80	0.40
37	贵阳至南宁铁路	发改基础（2016）1980号	378.80	11.00	3.50
38	成都至蒲江铁路	铁计函（2009）1332号	157.10	34.38	0.90
39	成都至兰州铁路	发改基础（2010）1381号	636.00	45.00	8.00
40	成昆铁路米易至攀枝花段扩能改造	铁计函（2012）1114号	140.00	11.60	5.00
41	渝怀铁路涪陵至梅江段增建第二线工程	发改基础（2014）2222号	191.10	36.10	0.90
42	成昆铁路峨眉至米易段扩能	发改基础（2014）2245号	453.00	17.50	5.00
43	重庆铁路枢纽东环线	铁总计统函（2015）1484号	413.70	36.00	7.13
44	大理至临沧铁路	发改基础（2015）1878号	155.30	8.00	2.00
45	成昆铁路永仁至广通段扩能工程	铁计函（2012）1600号	115.50	51.14	1.10
46	格尔木至库尔勒铁路	发改基础（2014）2225号	376.40	98.08	3.30
47	阿勒泰至富蕴至准东铁路	发改基础（2015）2194号	82.10	8.62	1.23
48	克拉玛依至塔城线铁厂沟至塔城段	铁总计统函（2016）153号	37.14	3.00	1.16
49	青藏铁路格尔木至拉萨段扩能改造工程	发改基础（2015）2038号	40.10	14.00	0.10
50	物流基地合计	-	-	-	6.93
合计	-	-	15,669.04	1,829.06	200.00

注：小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

行业现状

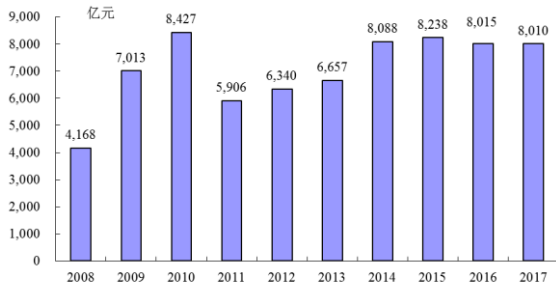
铁路建设有序推进，投资规模稳中有降，路网结构进一步优化

近年来，全国铁路固定资产投资（含基本建设、

更新改造和机车车辆购置）始终保持较大规模。2015年，全国铁路固定资产投资完成8,238亿元，其中，国家铁路完成基本建设投资5,924.58亿元，同比增长7.5%。2016年，全国铁路固定资产投资完成8,015亿元。2017年，全国铁路行业固定资产

投资完成 8,010 亿元，其中国家铁路完成 7,606 亿元，“四纵四横”高铁网提前建成运营。

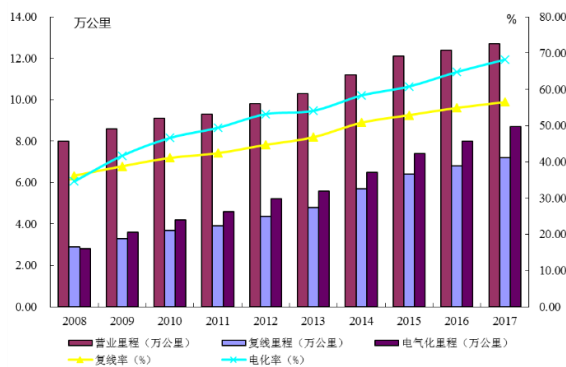
图 1：2008 年~2017 年全国铁路固定资产投资情况



资料来源：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。2017 年全年铁路建设共投产新线 3,038 公里，其中高速铁路 2,182 公里。

图 2：2008 年~2017 年我国铁路网建设情况



资料来源：铁道统计公报

2017 年，全国铁路营业里程达到 12.7 万公里，比上年增长 2.4%。路网密度 132.2 公里/万平方公里，比 2016 年增加 3.0 公里/万平方公里。其中，复线里程 7.2 万公里，比 2016 年增长 5.4%，复线率 56.5%，比上年提高 1.6 个百分点；电气化里程 8.7 万公里，比上年增长 7.8%，电化率 68.2%，比上年提高 3.4 个百分点。西部地区营业里程 5.2 万公里，比上年增加 1,663.5 公里，增长 3.3%。高铁里程达到 2.5 万公里，较 2016 年末增加 3,000 多公里。

总体来看，新线建成投产、既有线改造和枢纽及客站陆续建成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”期间，我国铁路建设有序推进，路网结构进一步优化。“十三五”期间，我国铁路行业发展将更为健康、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；规章和技术标准不断完善

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。中国铁路总公司《“复兴号”中国标准动车组》荣获 2017 年度中国好设计奖金奖。铁路行业“高速铁路技术攻关组”荣获 2017 年度全国创新争先奖牌，并获 2017 年度“科技盛典——CCTV 科技创新人物”颁奖。铁路行业《复杂环境下高速铁路无缝线路关键技术及应用》一项科技成果荣获 2017 年度国家科学技术进步奖一等奖，《高铁列车用高可靠齿轮传动系统》《复杂路网条件下高速铁路列控系统互操作和可靠运用关键技术及应用》《高速铁路狮子洋水下隧道工程成套技术》《新一代交流传动快速客运电力机车研究与应用》四项科技成果荣获 2017 年度国家科学技术进步奖二等奖。铁路行业《一种三电平双模式空间矢量过调制方法及其系统》《超级电容器的制造方法》《轨道车辆实车撞击试验系统》三项专利荣获第 19 届中国专利金奖，《车头（标准动车组）》一项专利荣获第 19 届中国外观设计金奖，《具有曲线线形的桥梁钢塔柱曲线控制方法》《不打孔式剪力传感器》《一种适用于铁路大断面 IV、V 级围岩隧道的开挖方法》等十七项专利荣获第 19 届中国专利优秀奖。铁路行业《图像大数据分析在中国铁路的应用》《铁路数据服务平台研制及其在安全领域应用》两项科技成果荣获国际铁路联盟 (UIC) 2017 年度数字化奖 (DigitalAwards)。

重要技术制定标准方面，国家铁路局发布了《交流传动电力机车》《交流传动内燃机车》《机车车辆转向架机车转向架》《机车车辆转向架客车转向架》《铁路车站计算机联锁安全原则》等 89 项铁道行业技术标准，以及《CRTSIII 型板式无砟轨道》、《铁路综合视频监控系统》、《钢轨使用规范》、《电

动车组制动系统》、《20 英尺 35 吨敞顶集装箱》、《铁路旅客列车服务标识》等 104 项中国铁路总公司技术标准。

此外，我国铁路运输积极提升科技水平的同时也非常注重节能减排。2017 年国家铁路能源消耗折算标准煤 1,621.65 万吨，比上年增加 24.75 万吨，增长 1.5%。国家铁路主要污染物排放量中化学需氧量排放量 1,901 吨，比上年减排 73 吨，降低 3.7%，二氧化硫排放量 15,817 吨，比上年减排 7,511 吨，降低 32.2%。单位运输工作量综合能耗 4.33 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.39 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 8.3%。单位运输工作量主营综合能耗 3.96 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年增加 0.20 吨标准煤/百万换算吨公里，增长 4.8%。

受公路治超影响，铁路货运近五年来首现回暖，客运需求持续增长；长期来看，经济缓慢复苏对能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑

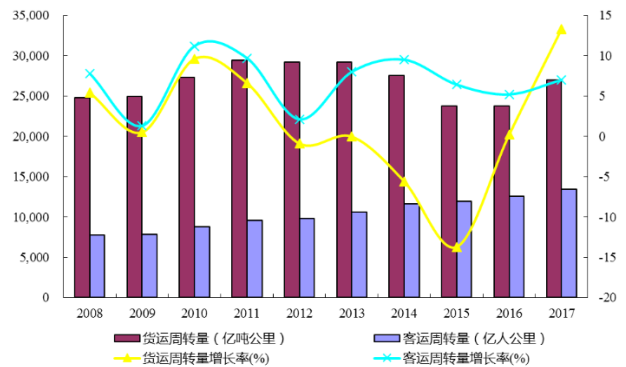
自 2016 年三季度以来，交通部和环保部分别推出的公路治超和强力治霾新政带来铁路货运的回暖。2016 年 8 月 30 日交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》，该标准严格限制货车重量最高不能超过 49 吨，自实施以来导致公路煤炭运输价格有所提升，公路煤炭货源开始回归铁路。2017 年，全国铁路货运量在连续下跌近 5 年后，取得正增长。此外，全国客运需求仍然保持较快增长，铁路货运和客运发展向好。

2017 年，全国铁路货运总发送量完成 36.89 亿吨，比 2016 年增加 3.57 亿吨，同比增长 10.7%，其中，国家铁路 29.19 亿吨，同比增长 10.1%。全国铁路货运总周转量完成 26,962.20 亿吨公里，比 2016 年增长 3,169.94 亿吨公里，同比增长 13.3%。其中，国家铁路 24,091.70 亿吨公里，比 2016 年增长 13.2%，集装箱、商品汽车、散货快运发送量比上年分别增长 47.9%、58.0% 和 9.3%。总体看，国家对于交通行业污染的治理力度逐渐加大，煤炭、钢铁等大宗商品逐渐由公路运输转向铁路运输，带来铁路货运行业的复苏。

客运需求方面，全国铁路旅客发送量完成 30.84 亿人，比 2016 年增加 2.70 亿人，同比增长 9.6%。其中，国家铁路 30.38 亿人，同比增长 9.6%。全国铁路旅客周转量完成 13,456.92 亿人公里，比上年增加 877.63 亿人公里，同比增长 7.0%。其中，国家铁路 13,396.96 亿人公里，同比增长 6.9%。近年来全国铁路客运运力持续增长，预计客运需求将保持较快增长，到 2020 年我国将实现城镇化率 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。

全国铁路总换算周转量完成 40,419.1 亿吨公里，比 2016 年增加 4,047.6 亿吨公里，增长 11.1%。其中，国家铁路 37,488.66 亿吨公里，比上年增长 10.9%。短期内，货运周转量回暖，客运量随着高铁网络完善将进一步大幅增长。长期看，随着经济的企稳回升、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或将进一步得到提高。

图 3：2008 年~2017 年全国铁路客货运周转情况



资料来源：铁道统计公报

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。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较低。2017 年末，我国路网密度为 132.2 公里/万平方公里。随着近年铁路建设和经济结构调整，东部路网紧缺已大大缓解，中西部地区路网建设的空间仍较大。因此，未

来一段时间我国铁路建设仍将面临很好的发展机遇，国家也将继续保持对铁路的政策支持力度。

货运价格市场化改革给铁路企业更多价格的主动权，有利于增强市场活力

2003 年以来，国家共上调过 12 次国家铁路货物统一运价。为贯彻落实《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》（中发〔2015〕28 号），深化铁路货运价格市场化改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，促进铁路运输行业持续健康发展，国家发改委于 2017 年 12 月 26 日发布《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》，该通知自 2018 年 1 月 1 日开始执行，主要内容包括：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。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。此外，实施政府指导价的整车运输货物可根据市场供求状况自主在基准价基础上上浮范围从原 10% 提升至 15%，下浮依旧不限范围。3. 对实行市场调节的货物运价，确立健全的运价内部管理制度。4. 铁路运输企业自觉规范价格行为，落实明码标价规定。5. 各级价格主管部门要加强对铁路运输价格的监督检查。

此次政策调整，从实践的角度扩大了铁路货运价格市场调节范围，简化了运价结构、完善了运价体系，给铁路企业更多根据市场环境调节价格的主动权，有利于增强铁路行业市场活力。

表 2：2018 年铁路整车货物运输基准运价率

运价号	基价 1		基价 2	
	单位	标准	单位	标准
1	--	--	元/吨公里	0.525
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
机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140

注：运费计算办法：整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里。
资料来源：国家发展改革委 2017 年 12 月 26 日下发的《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)

铁路发展规划

铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，是综合交通运输体系的骨干和主要运输方式之一，在我国经济社会发展中的地位和作用至关重要。“十二五”期间我国铁路完成固定资产投资 3.58 万亿元、新线投产 3.05 万公里，较“十一五”分别增长 47%、109%，投资规模和投产规模达到历史高位。“四纵四横”高速铁路基本建成，中西部路网骨架加快形成，综合枢纽同步完善，路网规模不断扩大，结构日趋优化，质量大幅提升，铁路建设取得显著成绩。

2016 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》颁布，其中继续提出“加快推进高速铁路成网”、“加快中西部铁路建设”、“强化干线铁路建设，加快建设城际铁路”、“推进铁路市场化改革”等目标要求。

2016 年 7 月 13 日，国家发展改革委、交通运输部和铁路总公司正式印发《中长期铁路网规划》（以下简称“《规划》”），本次规划是对前期《中长期铁路网规划》的修编，是我国铁路基础设施的中长期空间布局规划，是推进铁路建设的基本依据，和指导我国铁路发展的纲领性文件。规划期为 2016 年~2025 年，远期展望到 2030 年。《规划》通过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融合发展。

《规划》确定了五点未来铁路发展目标：一是打造以沿海、京沪等“八纵”通道和陆桥、沿江等“八横”通道为主干，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，促进沿线区域交流合作和资源优化配置，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。中国铁路总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。

图 4：中国高速铁路中长期（2030 年）规划示意图



资料来源：《中长期铁路网规划》

“十二五”规划建设目标的全面实现，为“十三五”发展奠定了良好基础。2017 年 11 月，国家发改委联合交通运输部、国家铁路局和中国铁路总公司正式印发《铁路“十三五”发展规划》。“十三五”时期是现代化建设和交通强国建设新时代，铁路改革发展将以服务人民为根本，以供给侧结构性改革为主线，加强铁路基础设施网络建设，提升运输服务品质。到 2020 年，全国铁路营业里程预计达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，复线率和电气化率分别达到 60% 和 70% 左右。

表 3：“十三五”铁路发展目标

目标	2020 年规划目标
路网建设	高速铁路扩展成网。 在建成“四纵四横”主骨架的基础上，基本形成高速铁路网络。
	干线路网优化完善。 中西部路网规模达到 9 万公里左右。对外通道建设有序推进，与周边国家铁路互联互通取得积极进展。
	城际、市域（郊）铁路有序推进。 城际和市域（郊）铁路规模达到 2,000 公里左右。
运输服务	综合枢纽配套衔接。 建设支线铁路约 3,000 公里，基本实现客运“零距离”换乘和货运“无缝化”衔接。
	覆盖范围更为广泛。 全国铁路网基本覆盖城区常住人口 20 万以上城市，高速铁路网覆盖 80% 以上的大城市。
	旅客出行更为便捷。 动车组列车承担旅客运量比重达到 65%。实现北京至大部分省会城市之间 2~8 小时通达，相邻大中城市 1~4 小时快速联系，主要城市群内 0.5~2 小时便捷通勤。
	货物运输更为高效。 全程物流服务体系初步形成。铁水、

铁公、铁空等多式联运比重大幅提升。

客货服务网络化。客运网上售票比例达 80%，实现货物受理、电子支付、物流追踪等货运业务网上办理。

运输组织智能化。以铁路地理信息平台为依托，基本实现运输生产全过程信息化。

安全监控自动化。实现安全生产动态信息的实时监测监控，提升铁路运输安全监测专业化、自动化水平。

资料来源：中诚信国际整理

“十三五”仍然是铁路改革发展关键时期。铁路发展将紧扣国计民生，继续保持良好态势。“十三五”期间，铁路建设将重点围绕 7 项重点任务，主要包括完善铁路设施网络，提升技术装备水平，改善铁路运输服务，强化安全生产管理，推进智能化现代化，推动铁路绿色发展，加强国际交流合作。其中在铁路建设方面将以推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等重大国家战略为引领；以中西部干线铁路、高速铁路等建设为重点，推进重点地区和重点方向铁路建设，继续实施既有线及枢纽配套改造，发展城际和市域（郊）铁路，推动对外骨干通道建设。

表 4：“十三五”铁路建设重点项目

类型	重点项目
高速铁路	建成北京至沈阳、北京至张家口至呼和浩特、大同至张家口、石家庄至济南、济南至青岛、郑州至徐州、宝鸡至兰州、西安至成都、商丘至合肥至杭州、武汉至十堰、南昌至赣州等高速铁路。 建设沈阳至敦化、包头至银川、银川至西安、北京至商丘、太原至焦作、郑州至济南、郑州至万州、黄冈至黄梅、十堰至西安、合肥至安庆至九江、徐州至连云港、重庆至黔江、重庆至昆明、贵阳至南宁、长沙至赣州、赣州至深圳、福州至厦门等高速铁路。
干线铁路	建成哈尔滨至佳木斯、青岛至连云港、九江至景德镇至衢州、黔江至张家界至常德、怀化至邵阳至衡阳、南宁至昆明、重庆至贵阳、衢州至宁德、丽江至香格里拉、敦煌至格尔木、库尔勒至格尔木、蒙西至华中铁路煤运通道等干线铁路。 建设西宁至成都、和田至若羌、拉萨至林芝、酒泉至额济纳、兴国至永安至泉州、金华至宁波、攀枝花至大理等干线铁路。 实施成昆线、焦柳线、集通线、京通线、京原线等电化或扩能改造。
互联互通	建成同江铁路大桥，建设大理至瑞丽、玉溪至磨憨、防城港至东兴等铁路；规划研究中巴、中吉乌等铁路境内段，临沧至清水河等铁路。
及口岸铁路	建成同江等铁路口岸，规划建设瑞丽、磨憨、东兴等铁路口岸；规划研究红其拉甫、吐尔尕特（伊尔克什坦）等铁路口岸。

资料来源：《铁路“十三五”发展规划》

根据中国铁路总公司 2018 年工作目标，预计铁路建设将保持较大投资规模，贯彻落实推进“一带一路”建设部署和区域发展总体战略及京津冀协同发展、长江经济带发展等战略，继续推进以中西部地区为重点的铁路建设力度，2018 年计划完成固定资产投资 7,320 亿元，投产新线 4,000 公里，其中，高铁 3,500 公里。从高铁方面来看，在全面贯通“四纵四横”高速铁路主骨架的基础上，推进“八纵八横”主通道建设，实施一批客流支撑、发展需要、条件成熟的高速铁路项目，构建便捷、高效的高速铁路网络，拓展服务覆盖范围，缩短区域间的时空距离。

中诚信国际认为，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》、《中长期铁路网规划》（2016 年）以及《铁路“十三五”发展规划》政策的陆续出台，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。但是自 2008 年高速铁路开通后，我国铁路建设进入发展新阶段，铁路在交通运输中的主导作用再次得以体现，特别是在客运市场。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。然而随着高铁线路的陆续通车，客运方面铁路实现了对公路的分流，客运方式结构变化巨大。从 2013 年~2017 年统计数据可以看出，近年来铁路客运周转量占全国客运总周转量的比重逐年上升，2015 年以来铁路运输占比超越公路成为最主要的客运方式，2017 年铁路运输占比

高达 41.01%。货运方面，受益于水路运输运量大，成本低等优势，水运依旧是货运最主要的方式，但 2017 年以来，受公路治超和强力治霾新政的影响，公路煤炭运输价格有所提升，公路煤炭货源开始回归铁路，铁路运输周转量占比扩大至 14.00%。

表 5：2015 年~2017 年我国主要运输方式周转量构成情况 (%)

		2015	2016	2017
客运	铁路	39.81	40.27	41.01
	公路	35.75	32.74	29.76
	水运	0.24	0.23	0.24
	民航	24.20	26.76	28.99
货运	铁路	13.68	13.04	14.00
	公路	33.37	33.48	34.67
	水运	52.84	53.36	51.21
	民航	0.12	0.12	0.12

资料来源：2015 年~2017 年交通运输行业发展统计公报

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，进一步提高我国铁路运输效率，释放运输生产力。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。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、技术等方面将继续得到政府的大力支持。随着新建铁路逐步建成并投入运营，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均保持较大规模，铁路固定资产投资完成 3.58 万亿元，较“十一五”增长 47%；投产新线 3.05 万公里，较“十一五”增长 109%。截至 2017 年末，全国铁路营业里程达到 12.7 万公里，居世界第二位，其中高铁运营里程约 2.5

万公里，居世界第一位，占世界高铁总里程的三分之二。

“十三五”期间铁路投资有望继续保持增长势头。预计“十三五”期间全国新建铁路不低于 2.3 万公里，总投资不低于 3.5 万亿元。中西部干线铁路、高速铁路等是未来规划建设的重点。按公司现有资金获取能力来看，公司未来仍存在较大的投资压力和外部融资需求。

铁路建设基金、国家预算内资金、国内贷款和铁路发展基金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、铁路发展基金、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、政府支持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，是铁路融资担保的重要手段。2015 年~2017 年，税后建设基金分别为 448.80 亿元、408.18 亿元和 483.26 亿元。铁路发展基金（以下简称“发展基金”）是中央政府支持的、以财政性资金为引导的多元化铁路投融资市场主体。根据 2014 年 6 月颁布的《铁路发展基金管理办法》，发展基金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%；其余资金投资铁路土地综合开发等经营项目。按照发展基金设立方案，投入铁路发展基金的中央财政性资金，记作中国铁路总公司的国家资本金，资金来源包括铁路建设基金、中央预算内投资、车辆购置税。

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，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。

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 年~2017 年，原铁道部（中国铁路总公司）共发行铁路建设债券 14,487 亿元，并利用信托、保险资金等方式优化债务结构，降低筹资成本，确保了铁路建设的顺利推进。

2013 年，国务院下发《国务院关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》（国发〔2013〕33 号，以下简称“《意见》”），根据《意见》，国家将推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金。按照“统筹规划、多元投资、市场运作、政策配套”的基本思路，完善铁路发展规划，全面开放铁路建设市场，对新建铁路实行分类投资建设。向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权，鼓励社会资本投资建设铁路。研究设立铁路发展基金，以中央财政性资金为引导，吸引社会法人投入。继续发行政府支持的铁路建设债券，并创新铁路债券发行品种和方式。此外，根据《意见》，要加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用。支持铁路车站及线路用地综合开发，适度提高开发建设强度，鼓励对现有铁路建设用地的地上、地下空间进行综合开发。2014 年 2 月 25 日，中国铁路总公司土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构选聘正式开标，标志着中国铁路总公司正式启动了土地开发工作。铁路建设对沿线土地价值起到提升作用，进行相关土地资源

开发将有力地支持铁路项目建设，中诚信国际对此将持续关注。

2014年4月，国务院下发《关于铁路发展基金设立方案的批复》（国发[2014]52号），原则同意发展基金设立方案。2014年6月，国家发展改革委会、财政部、交通运输部以发改基础[2014]1433号印发《铁路发展基金管理办法》。发展基金是中央政府支持的、以财政性资金为引导的多元化铁路投融资市场主体，设立目的旨在创新投融资工具吸引社会资金投入，扩大建设资金来源，推动投资主体多元化，促进铁路行业持续健康发展。发展基金存续期15~20年。公司为政府出资人代表，作为铁路发展基金主发起人；社会投资人作为优先股股东，不直接参与基金经营管理。社会投资人按约定优先获得稳定合理的投资回报，发展基金当期自身可分配收益不足以支付社会投资人约定回报时，由公司对发展基金予以补足；发展基金当期自身可分配收益超过约定回报后，超出部分先补偿公司累计承担补足的部分，剩余部分留作对发展基金的新增资本金。发展基金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%；其余资金投资铁路土地综合开发等经营项目。发展基金的设立标志着铁路投融资体制改革迈出了实质性步伐，将有力保证中长期铁路投资的资金来源。

2014年，财政部、国家税务总局发布通知，对企业持有2014年和2015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。2016年，财政部和国家税务总局发布财税[2016]30号文件，对企业投资者持有的2016年~2018年发行的铁路债券（包括中国铁路建设债券、中期票据、短期融资券等债务融资工具）取得的利息收入，减半征收企业所得税；对个人投资者持有的2016年~2018年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。

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。各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。

2017年9月，公司下发《中国铁路总公司关于全面推进铁路局公司制改革的指导意见》（以下简称“改革意见”）。指导意见强调要以提高国铁资本效率效益、增强企业活力为中心，积极推进铁路局公司制改革，加快建立健全产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。改革意见在责任主体；决策程序；改制性质；公司名称；公司治理；土地处置；资产、债权债务处置；职工劳动合同和社保接续；注册资本；公司章程；资质接续；进度目标，共十二个方面进行了详细指导。具体来看，在法人治理结构方面，铁路局改制后由铁路总公司行使出资人职责，不设股东会；设立党委会、董事会、经理层和监事会；依法建立职工董事、职工监事制度，健全以职工代表大会为基本形式的企业民主管理制度。截至2017年11月15日，中国铁路总公司所属18个铁路局均已完成公司制改革工商变更登记，正式挂牌，标志着

铁路公司制改革取得重要成果，为我国铁路实现从传统运输生产型企业向现代运输经营型企业转型发展迈出了重要一步。

在推进铁路局公司制改革的同时，中国铁路总公司本级的公司制改革方案建议已经报国家出资人代表财政部；铁路总公司机关组织机构改革基本完成，内设机构精简调整，工作流程进一步优化。

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，公司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政企分开有利于加强中国铁路总公司的市场主体地位、提高其组织管理效能、提高运输效率；铁路局公司制改革为我国铁路从传统运输生产型企业向现代运输经营型企业的转型发展迈出了重要一步；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。铁路投融资体制改革为铁路项目投融资提供了良好的外部条件，为在建项目的顺利推进，投产项目的如期完工，实现“十三五”铁路规划的发展目标提供了有效保障。同时，中诚信国际也将持续关注公司本级的公司制改革方案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 2015 年~2017 年审计报告。

资本结构

随着新建项目逐步推进，近年来公司资产总额增长迅速，截至 2017 年末总资产已达到 76,483.87 亿元，较 2016 年增长 5.48%，其中固定资产净额 48,475.65 亿元，占总资产的比重为 63.38%。截至 2017 年末，公司权益合计 26,605.37 亿元，较 2016 年增长 4.91%。

在政府稳增长扩内需调结构的政策下以及铁路网络布局加快的规划下，我国铁路投资规模大幅回升，项目量的增加推动了公司融资规模的增长。2015 年~2017 年，公司负债总额分别为 40,951.45 亿元、47,153.44 亿元、和 49,878.50 亿元；同期总债务分别为 35,100.84 亿元、40,884.25 亿元和 43,542.14 亿元。公司债务以长期债务为主，截至 2017 年末，公司长期债务占比达 96.20%，以长期债务为主的债务结构符合铁路建设周期长，回款慢的行业特征。但随着铁路投融资改革逐步推进，铁路建设市场针对新建铁路实行分类投资建设，向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权和经营权，铁路投资主体更趋多元化和市场化，在一定程度上缓解了公司的投融资压力。2017 年公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.21% 和 62.07%，与 2016 年末相比分别上升 0.18 个百分点和 0.35 个百分点，资本结构保持稳定。

表 6: 2015 年~2017 年公司资本结构

	2015	2016	2017
固定资产净值（亿元）	41,502.06	45,341.01	48,475.65
总资产（亿元）	62,458.70	72,512.61	76,483.87
权益合计（亿元）	21,507.25	25,359.17	26,605.37
长期债务（亿元）	33,885.26	39,507.38	41,886.78
总债务（亿元）	35,100.84	40,884.25	43,542.14
资产负债率（%）	65.57	65.03	65.21
总资本化比率（%）	62.01	61.72	62.07
长期资本化比率（%）	61.17	60.91	61.16

资料来源：中诚信国际根据公司各期年度报告整理

2018 年铁路建设投资仍将保持较大规模，公司铁路固定资产投资计划总规模为 7,320 亿元，与近年投资基本持平。公司在未来一段时期内仍存在较大的资本支出压力，但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。

盈利能力

近年来，公司总收入（盈利能力分析中收入均包含税前建设基金。）呈波动性增长趋势，2015年~2017年分别为9,162.58亿元、9,074.56亿元和10,154.49亿元。从收入构成来看，公司收入主要为

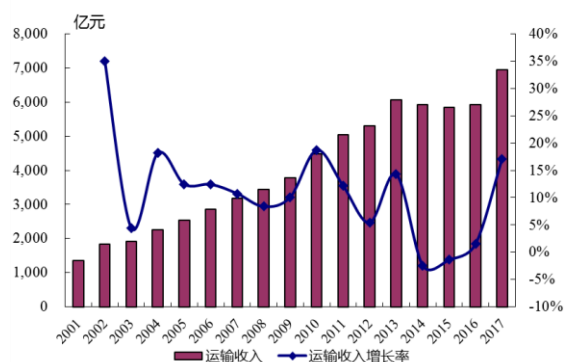
表 7：2015 年~2017 年公司分业务收入及毛利率情况（亿元、%）

	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
运输业务	5,837.41	-15.19	5,928.36	-19.50	6,942.54	-10.84
其他业务	3,325.17	42.51	3,146.12	47.87	3,211.95	41.15
合计	9,162.58	5.75	9,074.48	3.85	10,154.49	5.60

资料来源：中诚信国际根据公司各期年度报告整理

运输业务方面，2015年~2017年公司运输收入分别为5,837.41亿元、5,928.36亿元和6,942.54亿元。自2015年以来，随着我国铁路路网建设的进一步完善，铁路运输周转量逐年提升，公司运输收入逐年增长，其中2017年铁路客运量持续增长，同时受到宏观经济环境向好，国家公路治超等政策和铁路货运供给侧结构性改革等因素的影响，铁路货运需求量大幅增长，公司运输收入增长率达到17.11%，创近五年新高；同期毛利率回升至-10.84%。

图 5：2001 年~2017 年公司运输收入增长情况



资料来源：中诚信国际根据公司各期年度报告整理

具体来看，公司运输收入主要包括货运（货运收入口径包括建设基金收入）、客运和其他运输，2017年收入分别为3,160.28亿元、3,197.46亿元和584.80亿元，同比增长22.74%、13.49%和9.08%。从客货运占比来看，2016年以前铁路客运量逐年攀升，而铁路货运业务被陆运侵蚀较大，使得公司客运收入占比逐年增长。而2017年以来交通部公路治超等新政对铁路货运带来重大利好，铁路货运收

入增幅较大，收入占比上升至45.52%。

表 8：2015 年~2017 年公司运输收入结构（%）

	2015	2016	2017
货运收入占比	47.53	43.43	45.52
客运收入占比	42.94	47.53	46.06
其他运输收入占比	9.53	9.04	8.42
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：中诚信国际根据公司各期年度报告整理

其他业务方面，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，推进车站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。2015年~2017年分别完成非运输业务收入3,325.17亿元、3,146.12亿元和3,211.95亿元，毛利率分别为42.51%、47.87%和41.15%。未来随着铁路企业公司制改革逐步深化，市场主体的地位进一步确立，多元化盈利水平有望进一步提升。

净利润方面，2015年~2017年公司净利润分别为6.81亿元、10.76亿元和18.19亿元；同期净资产收益率分别为0.0317%、0.0424%和0.0684%，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2.12%、1.65%和1.88%，处于较好水平。

综合获现能力方面，2015年~2017年，公司EBITDA（含铁路建设基金）分别为2,414.38亿元、2,377.07亿元和2,728.89亿元；EBITDA/运输收入

分别为 41.36%、40.10%和 39.31%，逐年小幅下滑，但保持在较高水平，显示了公司很强的获现能力。

总体来看，近年来公司运输业务增长迅速，获现能力较强，未来随着铁路路网不断完善，公司的盈利能力仍有较大增长潜力。

现金流

从公司汇总现金流量表看，2015 年~2017 年公司资金来源合计分别为 9,861.64 亿元、12,829.95 亿元和 10,512.69 亿元，年末现金分别为 1,971.21 亿元、2,067.75 亿元和 1,468.17 亿元，公司持有现金规模较大，为日常运营提供了一定现金储备，整体上看公司资金较为充裕，现金流较为稳定。

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，随着高速铁路的迅速发展，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空间较大；未来铁路客运、货运价格逐步市场化，盈利能力或将进一步提升。并且随着政企分开以及公司制改革的逐步推进，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，近年来公司总资本化比率和长期资本化比率保持较稳定水平，截至 2017 年末分别为 62.07%和 61.16%。公司 EBITDA 利息倍数及经营净现金流入/利息支出指标一直保持较好水平，近三年保持稳定增长趋势，能够完全覆盖利息支出，表明 EBITDA 和经营活动净现金流对利息偿还的保障能力较强。此外，截至 2017 年末公司总债务/EBITDA 和经营净现金流入/总债务分别为 15.96 倍和 0.04 倍，公司偿债指标有所增强。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 9：2015 年~2017 年公司偿债能力指标

	2015	2016	2017
总资本化比率 (%)	62.01	61.72	62.07
长期资本化比率 (%)	61.17	60.91	61.16
EBITDA 利息倍数(X)	3.10	3.16	3.59
总债务/EBITDA(X)	14.54	17.20	15.96
经营净现金流入/利息支出 (X)	2.00	2.19	2.45
经营净现金流入/总债务 (X)	0.04	0.04	0.04

资料来源：中诚信国际根据公司各期年度报告整理

铁路建设资金的主要来源为铁路建设基金、国内外银行借款和铁路发展基金，资金的运用主要是基建投资、对债务融资的还本付息和设备更新。自 1995 年起，截至本期债券发行前，中国铁路建设债券共发行 16,687 亿元，其中已兑付 1,032 亿元，尚未到期 15,655 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

本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。

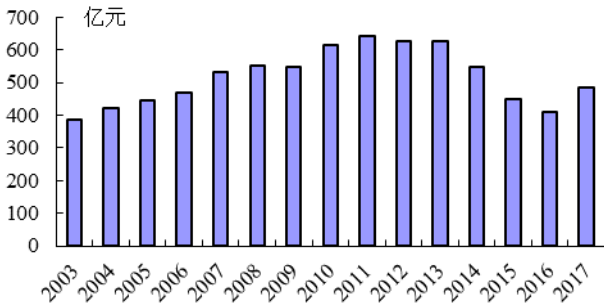
目前，铁路建设基金纳入政府性基金预算管理，专款专用，年终结余转下年度继续使用。此外，按《铁路建设基金管理办法》第九条规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。根据《财政部关于公布 2007 年全国政府性基金项目目录的通知》（财综[2008]11 号），铁路建设基金继续予以保留。

近年来，随着铁路建设的发展，铁路建设基金保持在较高水平，为本债券偿还提供了有效保障。2015 年~2017 年，公司实现税后建设基金分别为

448.80 亿元、408.18 亿元和 483.26 亿元，受铁路运输业“营改增”和实际运输收入下降影响，2015 年~2016 年铁路建设基金规模下滑，但 2017 年，铁路实际运输收入大幅增长，使得铁路建设基金增长幅度较大。

二期中国铁路建设债券”的债项信用等级为 **AAA**。

图 6：2003 年~2017 年铁路建设基金情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“十二五”期间，公司积极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。“十三五”期间，我国铁路运输市场仍有较大发展空间，因此中诚信国际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。

评级展望

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货运易受经济周期影响、当前铁路建设资本支出规模较大、债务规模持续上升以及公司市场化改革和公司制改革推进等因素对公司未来信用状况产生的影响。

综上，中诚信国际认为公司的信用水平在未来一定时期内将保持稳定。

结论

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；评定“2018 年第十

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）	2015	2016	2017
货币资金	1,971.21	2,067.75	1,468.17
存货	769.22	754.54	781.61
应收款	2,543.52	2,908.41	2,924.10
流动资产合计	5,284.16	5,942.61	5,467.74
固定资产净值	41,502.06	45,341.01	48,475.65
资产合计	62,458.70	72,512.61	76,483.87
流动负债合计	7,066.19	7,646.06	7,991.72
短期债务	1,215.58	1,376.87	1,655.36
长期债务	33,885.26	39,507.38	41,886.78
总债务	35,100.84	40,884.25	43,542.14
负债合计	40,951.45	47,153.44	49,878.50
权益合计	21,507.25	25,359.17	26,605.37
运输收入	5,837.41	5,928.36	6,942.54
EBITDA	2,414.38	2,377.07	2,728.89
利润总额	534.56	396.45	607.95
税后铁路建设基金	448.80	408.18	483.26
净利润	6.81	10.76	18.19
基建投资	6,090.55	5,850.55	4,916.18
财务指标	2015	2016	2017
资产负债率（%）	65.57	65.03	65.21
总资本化比率（%）	62.01	61.72	62.07
长期资本化比率（%）	61.17	60.91	61.16
速动比率（X）	0.64	0.68	0.59
总债务/EBITDA（X）	14.54	17.20	15.96
EBITDA 利息倍数（X）	3.10	3.16	3.59
主营业务毛利率（%）	-15.19	-19.50	-10.84
EBITDA/运输收入（%）	41.36	40.10	39.31
净资产收益率（%）	0.0317	0.0424	0.0684

注：1.2015 年~2017 年数据来源于中国铁路总公司各期年度报告；2.EBITDA 均含铁路建设基金。

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

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

经营净现金流入=税后利润+税后建设基金+折旧

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 级及以下等级外，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	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

中诚信国际关于中国铁路总公司 2018 年第十二期中国铁路建设债券的 跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在中国铁路总公司 200 亿元 2018 年第十二期中国铁路建设债券的存续期内对本期政府支持债券每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在本期政府支持债券的存续期对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2018 年 8 月 15 日

